

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE MARCHÉ
DES
RENTES FRANÇAISES
de 1914 à 1925

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(Sciences Politiques et Économiques)

Présentée et soutenue le Samedi 29 Mai 1926, à 15 heures 30

PAR

IVAN MILLER

Président: M. GERMAIN MARTIN

Suffragants: { M. HITIER
 { M. AFTALION

MARCEL GIARD

LIBRAIRE-ÉDITEUR

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER
PARIS

—
1926

LE MARCHÉ
DES RENTES FRANÇAISES
de 1914 à 1925



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41553021_0029

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE MARCHÉ
DES
RENTES FRANÇAISES
de 1914 à 1925

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Politiques et Économiques)

Présentée et soutenue le Samedi 29 Mai 1926, à 15 heures 30

PAR

IVAN MILLER

Président : M. GERMAIN MARTIN

Suffragants : { M. HITIER
 { M. AFTALION

MARCEL GIARD

LIBRAIRE-ÉDITEUR

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER
PARIS

1926

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

A la veille de la guerre, la Dette publique française à long terme se décompose de la façon suivante : une rente 3 % perpétuelle au capital nominal de 19.740 millions, une rente 3 % amortissable au capital nominal de 2.890 millions et une rente 3 1/2 amortissable émise en juillet 1914 pour un montant de 805 millions.

A cette époque la rente française est considérée comme la valeur la plus stable, la plus sérieuse du marché français. Elle forme la base de presque tous les portefeuilles, grands ou petits, et inspire confiance à tous, tant par la solidité du crédit de la France qu'elle représente que par l'étendue de son marché qui permet à tout détenteur de rente de réaliser son titre sans délai et sans difficulté.

Elle représente environ le cinquième du montant total des valeurs cotées à la Bourse de Paris et exerce une grande influence sur l'allure de l'ensemble du marché.

La rente française est de droit inscrite à la cote officielle sans aucune formalité d'admission. Elle est l'objet de négociations au comptant et à terme. En outre, de nombreuses opérations, qui ne sont pour la plupart que des opérations de jeu, s'effectuent sur la rente en coulisse.

Les coulissiers en rente, véritables spéculateurs opérant pour eux-mêmes, sont d'accord le plus souvent pour

ne pas exiger la livraison des titres, mais simplement le paiement des différences.

Ces manœuvres de spéculation qui ne peuvent se terminer par la livraison de titres ne sont tolérées par le gouvernement qu'à cause de l'animation qu'elles contribuent à donner au marché. Par les négociations incessantes qu'elles provoquent, elles maintiennent l'élévation des cours et sont considérées comme un soutien précieux du crédit de l'Etat.

CHAPITRE PREMIER

LE BOULEVERSEMENT DU MARCHÉ DE PARIS ET SON RETABLISSEMENT

1° *L'ajournement de la liquidation du 31 juillet 1914*

La Guerre va surprendre notre Trésorerie en pleine émission. Dès 1913, la nécessité s'était imposée de recourir à un emprunt à long terme pour alléger la dette flottante et subvenir aux dépenses extraordinaires intéressant la défense nationale : expédition du Maroc, développement de notre matériel de guerre, application du service militaire de trois ans, accroissement de notre flotte.

L'émission avait été retardée par de violents débats politiques sur la question de l'immunité de la rente et ce n'est que le 16 juin 1914 que le projet de loi relatif à cet emprunt fut déposé sur le bureau de la Chambre.

Le décret du 24 juin et l'arrêté ministériel du 25 juin 1914, rendus conformément à la loi du 20 juin, fixèrent au 7 juillet l'émission de 805 millions de rentes amortissables 3 1/2 % au prix de 91 francs. Les versements étaient échelonnés en quatre termes :

20 fr. à la souscription (par 7 fr. de rentes)

42 fr. à la répartition.

60 fr. le 16 septembre 1914.

60 fr. le 16 novembre 1914.

182 fr. par 7 fr. de rentes.

L'amortissement des 73 séries était ainsi fixé :

2 séries par an de 1915 à 1923.

3 séries par an de 1923 à 1932.

4 séries par an de 1933 à 1939.

Les partisans de l'imposition avaient triomphé et la nouvelle rente était soumise à l'impôt de 4 % sur le revenu des valeurs mobilières.

Le succès avait été grand en apparence et le chiffre des demandes de souscription avait atteint près de 40 fois celui de 805 millions que voulait emprunter l'Etat. En réalité, la clientèle capitaliste, hostile à l'imposition de la rente, s'était abstenue et les principaux souscripteurs avaient été les établissements de crédit, sollicités par le gouvernement, et les spéculateurs.

Ceux-ci, sachant bien que leurs souscriptions seraient réduites, les avaient majorées dans la proportion nécessaire.

Les établissements de crédit n'avaient point l'intention de conserver indéfiniment les titres et espéraient les écouler dans le public à un prix supérieur au prix de souscription.

La guerre devait déjouer leurs calculs : dès le 25 juillet, à la nouvelle de l'ultimatum autrichien à la Serbie, il y eût tellement d'ordres de vente en rentes françaises et ceux-ci au mieux que le représentant de la Chambre de compensation des rentes françaises, devant l'impos-

sibilité de trouver une contre-partie à ces offres et pour ne pas laisser coter même officieusement un cours susceptible de nuire au crédit de l'Etat, décida que les carnets seraient fermés jusqu'à nouvel ordre.

Tous les coulissiers en rentes approuvèrent cette décision et la Chambre de compensation des rentes adressa en même temps une lettre au ministère des finances pour lui demander de proroger la liquidation des affaires en rente 3 1/2 amortissable qui devait se faire à la fin du mois.

Le 3 % qui cotait 81.45 le 23 juillet est offert le 25 à 74; de même le 3 1/2 qui vient d'être émis à 91 tombe à 85.

Toutes les autres valeurs sont entraînées dans le mouvement de baisse. Les jours suivants, la guerre devient inévitable, la crise s'aggrave. Les cours font ressortir des différences telles que la liquidation du 31 juillet menace d'être désastreuse.

Les acheteurs à terme encouraient la ruine et si les vendeurs livraient leurs titres, il était certain que tous les reporteurs exigeraient leurs capitaux et qu'aucun reporteur nouveau ne se présenterait pour les remplacer.

L'agent de change ou le coulissier qui exécute les opérations à terme pour le compte d'un client devient l'intermédiaire qui peut, au cas où le client ne remplit pas ses engagements, être obligé de prendre les lieu et place du client défaillant.

Or, d'après une déclaration du Ministre des Finances, M. Ribot, les engagements de la Bourse de Paris, à la fin de juillet 1914, s'élevaient à 600 millions, plus 160 millions sur le marché libre.

Si l'on appliquait la mesure normale, c'est-à-dire la liquidation, il était à prévoir que beaucoup d'acheteurs ruinés se déroberaient en laissant le règlement des différences en suspens et que les agents de change, personnellement responsables de la bonne conduite des opérations, seraient dans l'obligation de se substituer aux spéculateurs.

Mais les agents de change n'étaient obligés solidairement que jusqu'à concurrence du prix des charges augmenté de 17 millions et demi, représentant le montant de leur cautionnement. On arrivait ainsi à un chiffre de beaucoup inférieur à celui des positions de spéculation.

En outre, la liquidation entraînait inévitablement l'effondrement du 3 1/2 amortissable qui, comme on l'a vu, se trouvait pour une grande part aux mains de spéculateurs, et le défaut de contre-parties n'eût pas manqué de précipiter la chute des cours.

En un pareil moment, les conséquences eussent été très graves pour le crédit de la France. Afin d'effectuer la liquidation, les membres du Parquet avaient songé à faire un emprunt de 250 à 300 millions et provoquèrent, dans ce but, une réunion qui eût lieu le 29 juillet au Ministère des Finances et à laquelle prirent part les dirigeants des agents de change, les représentants des sociétés de crédit, de la haute banque et du Syndicat des Banquiers en valeurs à terme.

Les banquiers déclarèrent que, contraints de garder toutes leurs disponibilités pour faire face aux retraits des déposants, ils ne pouvaient pas venir en aide au marché.

La Banque de France, sollicitée le même jour au cours d'une deuxième réunion, expliqua qu'elle devait réserver ses ressources pour les besoins de la Défense Nationale.

Dans ces conditions, il fut décidé que la liquidation de toutes les opérations à terme serait reportée à fin août pour le marché officiel. Cette décision prit la forme d'une délibération de la Compagnie des agents de change, homologuée par le Ministre des Finances qui autorisait le parquet à modifier ses dispositions statutaires.

Le milieu de la coulisse prit la même attitude que celui du parquet et les opérations de liquidation furent complètement suspendues.

Une deuxième décision de la Compagnie des agents de change, approuvée le 24 août, prorogea au 30 septembre la liquidation du 31 juillet. La fermeture de la Bourse, le 3 septembre, par ordonnance du préfet de police, prorogea de fait toutes les opérations en cours. Le décret du 27 septembre 1914 en ajourna sans limite l'exécution :

Art. 1^{er}. — Sont provisoirement suspendues toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats à terme antérieurs au 4 août 1914 de rentes, fonds d'Etat et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant. Les sommes dues à raison de ces ventes, achats et reports seront augmentées d'un intérêt moratoire de 5 % par an.

Ainsi les capitaux des reporteurs se trouvaient immobilisés pour un temps indéterminé à un moment où ils eussent pu servir si utilement aux innombrables besoins de la Défense Nationale.

En second lieu, la rente 3 1/2 amortissable se trouve en mauvaise posture : elle n'est pas classée et les certi-

ficats émis ne sont libérés que du premier terme. Son cours est tombé de 91 francs, prix d'émission, à 82 francs (cours de septembre 1914) et si cette baisse s'accroît, il devient plus onéreux pour le souscripteur de continuer à libérer un titre qui se déprécie sans cesse que d'abandonner purement et simplement le montant du premier versement, soit 10 francs, par 3 fr. 50 de rente et de limiter ainsi sa perte. Or, tant que le sort de ces titres ne sera pas réglé, l'Etat sera gêné dans l'émission de ses emprunts.

2° *La liquidation du 3 1/2 amortissable*

Afin de relever le 3 1/2 et d'en dégager le marché, le Ministre des Finances décida de venir en aide aux souscripteurs.

Déjà, un arrêté en date du 1^{er} août avait admis les souscriptions à se libérer par anticipation du 3 août au 16 septembre des termes venant à échéance le 16 septembre et le 16 novembre.

Pour chaque 7 francs de rente, les versements anticipés recevaient la bonification suivante :

Du 3 au 6 août inclus	1.90
Du 7 au 10 août	1.85
Du 11 au 15 août	1.80
Du 16 au 19 août	1.75
Du 20 au 23 août	1.70
Du 24 au 28 août	1.65
Du 29 août au 1 ^{er} septembre	1.60
Du 2 au 5 septembre	1.55
Du 6 au 10 septembre	1.50
Du 11 au 14 septembre	1.45
Le 15 septembre	1.40

On reçut ainsi 106 millions, mais il restait encore 435 millions à verser, correspondant à l'arriéré du deuxième terme et aux troisième et quatrième termes, déduction faite du montant des anticipations.

Pour faciliter les versements, un arrêté ministériel du 11 septembre 1914 stipule que les troisième et quatrième termes, exigibles les 16 septembre et 16 novembre, pourront être versés en quatre termes égaux : du 16 au 30 septembre, du 16 au 31 octobre, du 16 au 30 novembre et du 16 au 31 décembre 1914.

La libération de l'arriéré du deuxième terme pouvait également s'effectuer par portions égales en même temps que les troisième et quatrième termes.

Par un arrêté en date du 22 septembre, les souscripteurs qui usent de cette faculté de libération ont droit à une bonification d'intérêts de 0,90 par 7 francs de rentes, qui viendra en déduction du versement venant à échéance du 16 au 31 décembre 1914.

Un arrêté du 24 septembre fixe les bonifications accordées aux souscripteurs libérant par anticipation le terme du 16 novembre 1914 :

Du 15 au 21 septembre	1.00
Du 22 au 30 septembre	1
Du 1 ^{er} au 9 octobre	0.95
Du 10 au 18 octobre	0.90
Du 19 au 26 octobre	0.85
Du 27 octobre au 5 novembre	— 0.80
Du 6 au 14 novembre	0.75
Le 15 novembre	0.70

Le Ministre des Finances avait, en outre, promis aux porteurs de certificats libérés aux époques fixées que leurs

titres seraient admis au taux d'émission de 91 fr. pour la libération de tous nouveaux emprunts autres que les Bons du Trésor. Cette mesure accentua le mouvement des versements de libération. Elle favorisait d'ailleurs beaucoup les souscripteurs qui étaient désormais assurés de retrouver leur prix d'achat.

Malgré toutes les facilités accordées, il restait sur le marché de la Bourse un certain nombre de certificats que les vendeurs et les acheteurs à terme n'avaient pu encore libérer. La Banque de France consentit à se charger de la libération de ces certificats au moyen d'avances qu'elle fit à ses détenteurs moyennant le dépôt en garantie des certificats provisoires. D'accord avec les emprunteurs, la Banque de France employa à la souscription des obligations de la Défense Nationale, les rentes 3 1/2 amortissables qu'elle avait ainsi libérées. Comme presque tous les emprunteurs étaient des souscripteurs d'origine au 3 1/2 qui avaient vendu leurs rentes à terme, cette opération leur permettait de rembourser les avances qui leur avaient été consenties et, d'autre part, de liquider leurs opérations en bourse.

Au 30 novembre 1914, le montant total des versements était de 515.722.573 fr. Au 31 janvier 1915 il atteignait le chiffre de 769.220.230 fr. Il restait donc un reliquat non libéré d'environ 30 millions sur une somme totale de 805 millions. La libération des titres n'ayant pu être effectuée dans les départements envahis, on pouvait considérer que les rentes souscrites étaient entièrement libérées dans le reste de la France.

La liquidation des opérations engagées fin juillet sur

le 3 1/2 ne donna lieu à aucune difficulté. Acheteurs et vendeurs s'entendirent pour liquider leurs opérations au cours de 91 fr., prix auquel le Trésor acceptait ces titres pour la souscription aux obligations de la Défense Nationale.

Les souscripteurs d'origine n'eurent aucune perte à subir. Leurs ventes sur le marché se trouvèrent liquidées par la prise de livraison des titres vendus par les acheteurs eux-mêmes ou, à leur défaut, par un tiers substitué leur avançant les fonds, prenant livraison des titres et bénéficiant des avantages que pouvait comporter cette substitution.

3° La libération des reports

Pour arriver à la libération des reports en suspens, on fit appel à la Banque de France qui, à la suite d'un arrangement en date du 11 novembre 1914, consentit à avancer à la Chambre Syndicale des Agents de Change de Paris une somme de deux cents millions de francs.

Cette avance était garantie par le dépôt à la Banque des titres faisant l'objet des reports, avec le consentement du reporteur et sous les signatures personnelles des deux Agents responsables de chaque opération ainsi que celle de la Chambre Syndicale des Agents de Change.

Les agents de change étaient considérés comme acheteurs des titres et pouvaient payer un acompte aux reporteurs qui demeuraient créanciers de la différence et recevaient les intérêts à 5 % sur cette différence.

Lorsque le remboursement de leurs fonds fut offert aux reporteurs, ceux-ci en profitèrent peu et 16 millions seu-

lement furent réclamés sur les 200 qu'ils auraient pu recevoir.

La Coulisse ne put bénéficier de cette avance de 200 millions en raison du caractère de spéculation des titres négociés par son entremise, dont aucun ne rentrait dans la catégorie de ceux admis aux avances par le règlement de la Banque de France. En outre, son organisation, sous forme de syndicat professionnel, ne lui permettait pas un engagement distinct de la personnalité de ses membres.

4° La liquidation complète du 30 septembre 1915

Pour assurer la conduite financière de la guerre, l'Etat eût recours, pendant la première année, aux avances de la Banque de France et à l'émission des Bons et des Obligations de la Défense Nationale. La dette flottante ne cessait de s'accroître et, dès le mois d'août 1915, le montant des Bons de la Défense déjà placés s'élevait à plus de 7 milliards de francs, chiffre formidable à cette époque.

Le Ministre des Finances allait avoir à se préoccuper du remboursement de ces bons à échéance rapprochée et à envisager l'émission d'un emprunt de consolidation. Mais, au préalable, M. Ribot voulait arriver à une liquidation complète du marché tout entier, à la liquidation de toutes les opérations de reports, du marché à terme, du parquet, de la coulisse de la rente et des valeurs.

A la suite de longues et difficiles négociations, il réussit à mettre d'accord l'unanimité des intermédiaires, agents de change et coulissiers, en vue de procéder à la liquidation ajournée depuis le 31 juillet 1914.

Un décret du 15 septembre 1915 modifia celui du 27 septembre 1914 relatif au moratorium des ventes et achats à terme des valeurs mobilières :

Art. 1^{er}. — Les intérêts moratoires dûs à raison des opérations à terme effectuées dans les bourses de valeurs et dont le règlement a été ajourné seront exigibles à partir du 4 octobre prochain.

Art. 2. — Les différences dues à la suite de la liquidation qui aura lieu à la fin du présent mois seront payables, savoir : 10 % le jour du règlement de la dite liquidation et 10 % le jour du règlement des liquidations de fin d'octobre 1915 à fin juin 1916.

Quant aux différences qui seront dues à la suite des liquidations postérieures à celle de fin septembre, elles seront exigibles lors de ces liquidations conformément aux règlements en vigueur.

Art. 3. — Les débiteurs pourront, conformément à l'art. 1244, paragraphe 2 du Code Civil, obtenir des délais supplémentaires. Le président du tribunal civil statuera par ordonnance de référé, exécutoire nonobstant appel.

Art. 4. — Les sommes dues de la fin d'octobre 1915 à la fin de juin 1916 ainsi que celles pour lesquelles des délais supplémentaires auront été accordés par le président du tribunal civil, seront augmentées d'intérêts moratoires à raison de 6 % l'an.

Art. 5. — Les dispositions de l'art. 69 du décret du 7 octobre 1890 seront applicables aux débiteurs qui n'auront pas rempli les obligations résultant des articles ci-dessus.

Art. 6. — Sont suspendues provisoirement toutes demandes de paiement à l'égard des débiteurs présents sous les drapeaux ou habitant des portions du territoire envahi.

Art. 7. — Sous réserve des dispositions ci-dessus concernant le paiement des intérêts moratoires et des différences, demeurent provisoirement suspendues, sauf à l'égard des sujets des puissances ennemies, toutes demandes de paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats antérieurs à la publication du

présent décret, des rentes, fonds d'Etat et autres valeurs mobilières ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant.

Ainsi le marché à terme n'était ouvert que pour les opérations se rapportant à la liquidation du 31 juillet 1914.

La liquidation se faisait simultanément au marché officiel et au marché en banque, de façon à donner des facilités aux spéculateurs et intermédiaires qui pouvaient se trouver débiteurs à un groupe et créditeurs à un autre.

Tous les acheteurs pouvaient conserver leurs positions à condition de payer les intérêts moratoires et de s'acquitter par des acomptes successifs des différences entre les cours de fin juillet 1914 et les cours actuels. Les acheteurs pouvaient aussi lever leurs titres au moment qu'ils jugeaient opportun. Jusqu'à ce moment, ils étaient reportés d'office.

Le Syndicat des Agents de Change remboursait aux capitalistes l'intégralité de leurs reports et payait toutes les différences pour les affaires qui n'étaient pas reportées.

Pour pouvoir faire face à tous les besoins, la Chambre Syndicale des Agents de Change se procura 75 millions par l'émission de bons 6 % et passa avec la Banque de France une convention aux termes de laquelle la Banque portait à 250 millions le chiffre total des avances qu'elle consentait au Parquet. Le Trésor ajoutait une garantie éventuelle de 75 millions sous forme de bons sans intérêts renouvelables tous les trois mois pendant deux ans.

Les banquiers en valeurs ne pouvaient rembourser immédiatement les reports; ils demandèrent à s'acquitter

des différences et la Compagnie des Agents de Change leur avança 35 millions, dont 5 millions à la Coullisse des rentes.

Les agents de change et les banquiers en valeurs avaient besoin de numéraire pour lever en liquidation les titres que devaient livrer les reporteurs et vendeurs. Les coulissiers en rentes, eux, avaient besoin de fonds uniquement pour régler les différences car la livraison des titres ne s'effectue en coullisse des rentes que par l'intermédiaire du Parquet.

Or, la somme de 5 millions mise à leur disposition était insuffisante pour le paiement intégral des différences.

La clientèle acheteur de 3 % au cours de 82 fr. environ (tombé depuis à 66 fr.) ne pouvait être légalement contrainte de payer ses dettes puisque l'exercice de la profession de coulissier en rente est contraire à la loi et la coullisse des rentes seulement tolérée. Les coulissiers furent donc obligés de fixer un cours de compensation faisant ressortir des différences égales au montant exact de ce qu'ils pouvaient payer. Ce cours fut 79 fr. 85 au lieu de 66 fr. 50, cours de compensation adopté au Parquet et basé d'après l'art. 67 du décret du 7 octobre 1890 sur les cours cotés le jour même de la liquidation.

La fixation d'un cours de compensation arbitraire avait pour conséquence de diminuer la dette des acheteurs qui revendent, des acheteurs différentiels et la créance des vendeurs sans titres, vendeurs différentiels. Toutefois, dans le cas des clients vendeurs et livreurs, la coullisse des rentes subissait une très forte perte puisqu'elle acceptait au cours de 79 fr. 85 des titres dont elle ne pouvait se

défaire qu'à un prix voisin de 66 fr. Les coulissiers décidèrent que la livraison des titres ne serait acceptée de la part des vendeurs que s'ils pouvaient justifier d'une possession effective, par bordereau d'agent de change, antérieure au 24 juillet 1914, dernier jour du marché à terme en coulisse.

La différence des cours de compensation au Parquet et en coulisse pour la liquidation des opérations engagées sur la rente eut des conséquences désastreuses pour certains clients acheteurs au Parquet et vendeurs en coulisse dans la deuxième quinzaine de juillet 1914. Ils furent liquidés au Parquet par une vente au cours de 66 fr. et en coulisse par un rachat à 79 fr. 85, d'où une perte de 13 fr. 35 par 3 fr. de rentes, alors que les deux opérations avaient été faites à des prix très voisins, aux environs de 82 francs.

Certains spéculateurs ne voulurent pas accepter cette fixation d'un cours arbitraire et assignèrent devant les tribunaux le coulissier qui les avait ainsi liquidés.

Mais tous se heurtèrent à l'art. 76 du Code de Commerce qui, en conférant aux agents de change le monopole des négociations, établit comme sanction de la règle le refus d'action opposé à celui qui l'a enfreinte.

Les reports n'eurent plus lieu en coulisse des rentes. Le cours de compensation fut un cours de liquidation. Les rentes flottantes au Parquet et à la coulisse furent reprises par la Caisse des dépôts et consignations qui les mit dans son portefeuille au fur et à mesure qu'elles se présentèrent sur le marché. Elle en absorba ainsi pour près de 33 millions.

Pour les autres valeurs, les positions se dégagèrent peu à peu à chaque liquidation postérieure, mais dès cette époque, le marché de la rente était dégagé, la confiance allait renaître dans les milieux financiers et le premier emprunt de consolidation pouvait être lancé.

CHAPITRE II

LA PÉRIODE DES GRANDS EMPRUNTS

1° Le marché des rentes pendant les premières années de la guerre

La bourse avait été rouverte le 7 décembre, mais les transactions y étaient fort restreintes. Le 3 % y fut coté 72 fr. 50 qui ne fut d'ailleurs qu'un cours purement nominal.

Très peu de vendeurs, éloignés par la perte qu'ils auraient eu à supporter. Les bas cours avaient, par contre, attiré une nombreuse clientèle d'acheteurs composée surtout des vendeurs à découvert d'avant le 31 juillet 1914, qui, désireux de mettre à l'abri leurs bénéfices, se procuraient à un cours avantageux des titres qui leur permettaient de liquider leurs positions.

La quantité de rentes qu'ils devaient acquérir dans ce but était assez importante et le manque de contre-parties sur un marché devenu étroit devait provoquer rapidement un relèvement des cours. Le 3 % se releva de 68 fr. 40 à 72 fr. et des opérations hors cote furent même traitées à des cours voisins de 75 fr.

Il se forma, au début de 1915, toute une spéculation

sur le 3 % que l'on achetait au comptant et que l'on revendait 4 ou 5 points plus cher post-moratorium. Ce genre d'opérations, en entraînant la hausse, atténuait la perte des acheteurs à terme de 1914 et facilitait ainsi la liquidation. Mais il avait le gros inconvénient d'augmenter le flottant des rentes, déjà considérable, sur le marché.

Aussi les membres de la Coullisse des rentes, au cours d'une réunion tenue le 8 mars 1915, décidèrent-ils de ne plus traiter d'affaires en rentes 3 % fin moratorium. Cette décision n'interrompit pas immédiatement les achats au comptant de certains spéculateurs qui, considérant cette interdiction comme provisoire, continuèrent à acheter de la rente.

Dès que cette reprise, en quelque sorte artificielle, se fût calmée, l'animation sur le marché des rentes devint à peu près nulle. On attendait d'être fixé sur les avantages qui seraient accordés aux porteurs de rentes anciennes dans la souscription à l'emprunt de consolidation de 1915.

L'annonce de la reprise du 3 % au cours de 66 fr. et dans la proportion du tiers du montant total de chaque souscription, provoqua une nuée d'ordres de vente : tout le monde voulait vendre pour se procurer des disponibilités et souscrire aux nouvelles rentes, mais presque personne ne voulait acheter. Il devint à peu près impossible de négocier le 3 % et les ordres de vente ne furent exécutés certains jours que pour une faible part. Les cours baissèrent au-dessous du taux de reprise jusqu'à 64 fr. 50, cours avantageux pour les souscripteurs en numéraire qui, en achetant du 3 % en bourse dans la proportion exigée,

bénéficiaient de la différence entre la valeur de reprise et le cours d'achat.

1.431 millions de rentes 3 % furent ainsi échangées contre les nouvelles rentes. Le total des souscriptions à l'emprunt 5 % 1915 dépassa 15.130 millions correspondant à un montant effectif de 13.243. Admise à la cote dès la clôture de l'émission, les nouvelles rentes se tinrent aisément à un cours voisin du taux d'émission par le seul jeu de l'offre et de la demande.

Le marché des rentes a toujours eu une clientèle presque obligatoire qui fut suffisante, les premières années de la guerre, pour maintenir la fermeté des cours.

Chaque jour, en effet, il y a des placements à effectuer pour le compte d'incapables, mineurs et interdits. La nature des remplois est laissée à la discrétion des tribunaux mais en pratique, tous ces achats portent sur des rentes sur l'Etat, actions de la Banque de France, obligations des Compagnies de chemins de fer, de la Ville de Paris ou du Crédit Foncier.

En second lieu, les Caisses d'Epargne, d'après les lois du 9 juin 1835 et du 31 mars 1837, doivent obligatoirement verser les fonds des déposants à la Caisse des Dépôts et Consignations qui est chargée de les employer à l'achat de rentes. La Caisse des Dépôts et Consignations gère en outre le patrimoine d'autres institutions, Sociétés de secours mutuels approuvées, Caisse Nationale des retraites pour la vieillesse, Caisse Nationale d'assurance en cas d'accidents ou de décès dont les fonds disponibles doivent être employés en rentes.

Les transactions sur le reste du marché étaient plus

restreintes encore. L'absence de la plupart des intermédiaires, clients, banquiers était une des causes de cette atonie du marché. La fermeture du marché à terme, d'autre part, éloignait de la Bourse certains clients qui ne pouvaient ou ne voulaient opérer au comptant.

Enfin, une réglementation sévère des opérations de bourse venait encore réduire l'activité du marché. C'est ainsi que dès 1915 on prit des mesures pour empêcher des porteurs français de réaliser leur portefeuille à n'importe quel prix, ce qui pouvait provoquer, en l'absence de contre-parties, une chute excessive et injustifiée des cours.

Une loi du 4 avril 1915, empêcha la vente des titres dont le propriétaire avait été dépossédé par suite de faits de guerre; une simple lettre recommandée adressée à l'établissement débiteur et au Syndicat des Agents de Change avait pour effet de mettre opposition à la négociation de ces valeurs.

Une circulaire de la Chambre Syndicale des Agents de Change, en date du 8 janvier 1916, interdisait à ses membres de négocier des titres pour le compte d'habitants de pays alliés ou neutres et d'accepter dans les livraisons des titres timbrés allemands ou autrichiens lorsque le timbre français était postérieur au 1^{er} juin 1915.

Une autre décision de la Chambre Syndicale, en mars 1916, empêcha de coter plus d'un seul cours sur chaque valeur, sauf autorisation.

Toutes ces restrictions paralysaient donc l'activité du marché.

Influence de l'emprunt 5 % 1916 sur le marché

L'accroissement continu de la dette flottante au cours de l'année 1916 rendit nécessaire l'émission d'un second emprunt de consolidation. La souscription fut ouverte le 5 octobre 1916, sous la forme de rentes perpétuelles 5 %, au taux de 87 fr. 50.

Le montant des souscriptions atteignit 11.360 millions, représentant un capital effectif de 10 milliards.

A la suite de ce deuxième emprunt, la quantité de rentes 5 % absorbée par le portefeuille français pendant les deux premières années de guerre s'élevait ainsi à plus de 21 milliards effectivement versés, c'est-à-dire une somme supérieure à la totalité de notre dette avant la guerre.

Dès cette époque, les offres sur le marché commencent à ne plus trouver facilement de contre-parties et les ordres de vente commencent à s'accumuler dans les banques et chez les agents de change. Il y avait beaucoup de capitaux disponibles en réserve, mais ceux-ci, qui auraient pu se porter vers l'achat de rentes, étaient également sollicités par l'émission permanente des bons et des obligations de la Défense Nationale dont le rendement était légèrement inférieur à celui des nouvelles rentes.

Afin de maintenir les cours, les agents de change n'exécutaient les ordres de vente en rentes 5 % que jusqu'à concurrence d'une certaine somme de rentes. Les ordres importants n'étaient ainsi liquidés que par fractions et leur négociation pouvait durer plusieurs mois. Avant la guerre, une fois l'emprunt souscrit, l'Etat se

considérait comme quitte vis-à-vis des souscripteurs et n'avait d'autre souci que celui de s'acquitter régulièrement du paiement des arrérages. Il ne se préoccupait nullement des pertes que la cote pouvait infliger aux souscripteurs.

Maintenant, l'Etat devait songer à protéger ses prêteurs contre les inconvénients d'une baisse des cours ou d'une immobilisation de leur portefeuille car, en vue des futurs appels au crédit, il avait le devoir de chercher à grossir sans cesse le flot des souscripteurs. Il était donc indispensable de suppléer à l'insuffisance des transactions privées afin de permettre au marché d'absorber le flottant des rentes de guerre.

L'emprunt 4 % 1917 et les mesures de soutien des cours

Au 30 septembre, le montant des Bons de la Défense Nationale en circulation dépassait 21 milliards et l'émission d'un troisième emprunt devenait nécessaire pour alléger la dette flottante.

La souscription s'ouvrit le 26 novembre 1917, et fournit environ 10 milliards, dont moitié en numéraire, le reste en bons de la Défense Nationale. La loi du 26 octobre qui fixait les modalités de cet emprunt adopta deux mesures destinées à soutenir les cours des rentes de guerre et à procurer aux propriétaires de ces titres des facilités de négociation : l'admission des titres de rentes 4 % et 5 % en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre et la création d'un fonds spécial des emprunts de la Défense Nationale.

*Admission des titres de rentes 4 et 5 % en paiement
de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre*

L'art. 4 de la loi du 26 octobre 1917 décidait d'admettre au paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre instituée par la loi du 1^{er} juillet 1916 les nouveaux titres de rentes 4 % ainsi que les rentes 5 % des emprunts 1915 et 1916 décomptés à un taux fixe et forfaitaire qui était le taux d'émission pour le 4 % et 87 fr. 50 pour les deux 5 %.

Cette mesure ne pouvait manquer d'avoir une heureuse influence sur le marché. Elle diminuait les offres en évitant les ventes de titres auxquelles auraient pu se trouver obligés les contribuables qui avaient souscrit ou acheté des rentes 5 % et qui pouvaient n'avoir pas les disponibilités nécessaires pour s'acquitter de l'impôt sur les bénéfices de guerre.

Elle devait, d'autre part, provoquer des achats importants de la part de ceux qui n'en possédaient pas et qui avaient avantage à s'en procurer pour s'acquitter de cette contribution puisqu'ils bénéficiaient de la différence entre le taux de reprise et le cours d'achat.

Cette mesure constituait en outre une véritable mesure d'amortissement, les rentes correspondant aux titres remis en paiement devant être annulées au Grand Livre de la Dette publique. La valeur de reprise des titres était imputée en dépense sur un crédit ouvert au budget du Ministère des Finances.

La fixation d'un taux de reprise invariable avait l'in-

convénient d'empêcher tout règlement au moyen de rentes dont le cours dépassait le prix d'émission.

La loi du 19 septembre 1918, art. 7, modifia cette disposition et les titres furent désormais décomptés suivant le cours moyen officiellement coté à la Bourse de Paris la veille du jour où ils étaient présentés, sans que ce cours puisse être inférieur à 87 fr. 50 pour le 5 % et au prix d'émission pour les autres rentes.

La faculté d'utiliser les rentes en versement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre fut restreinte par la loi de finances du 31 décembre 1921, dont l'art. 61 est ainsi libellé :

« Ne pourront faire l'objet d'un paiement en rentes les portions de contribution qui n'auront pas été acquittées dans un délai de deux mois après la date de l'exigibilité légale.

« Toutefois, les bénéficiaires de suspension de paiement ou de sursis accordés dans les conditions prévues par les art. 15 de la loi du 31 décembre 1918, 19 de la loi du 25 juin et 3 de la loi du 7 mars 1921, pourront être admis à s'acquitter des portions de contribution visées par les dits sursis ou suspensions au moyen de rentes dont ils justifient être possesseurs dans le mois de la promulgation de la présente loi ».

Cette loi eut pour conséquence de provoquer un large courant d'achats pendant tout le mois de janvier 1922. Par la suite, les paiements en rentes ne pouvaient avoir lieu que dans les deux mois qui suivaient la date d'exigibilité.

L'importance des impôts sur les bénéfices de guerre réclamés par l'Etat allait d'ailleurs en décroissant et le marché des rentes ne devait bientôt plus bénéficier de toute la clientèle des assujettis à cette contribution.

*Création d'un fonds spécial des emprunts
de la Défense Nationale*

Ce fonds spécial, destiné à faciliter la négociation des emprunts au cours de la guerre, constituait tout d'abord une mesure d'aide temporaire au marché et, d'autre part, un amortissement de la dette. Les rentes achetées en bourse étaient en effet remises au Trésor et définitivement annulées au Grand Livre de la Dette publique. Exception fut faite plus tard pour les rentes 5 % amortissables qui, en vertu de la loi du 2 août 1920, devaient être inscrites au nom du Trésor pour les arrérages et la valeur de remboursement en être portée en recette au budget général de l'Etat; ces rentes ne pouvaient d'ailleurs être aliénées.

Le fonds spécial était alimenté par une allocation budgétaire de 60 millions par mois, qui fut portée à 120 millions à partir du 1^{er} janvier 1918 (loi du 13 novembre 1917). Les opérations matérielles et la gestion du fonds étaient confiées à la Caisse d'amortissement qui est administrée en même temps que la Caisse des Dépôts et Consignations, et dont le titre officiel et complet est « Direction générale des Caisses d'amortissement et des dépôts et consignations ».

Historique de la Caisse d'amortissement

La Caisse d'amortissement avait déjà été chargée depuis son début de la gestion des divers fonds d'amortissement qui ont existé en France. Elle fut créée par le

baron Louis, ministre des finances, au lendemain des guerres de l'Empire, à une époque où le crédit public, gravement atteint, menaçait d'être détruit par les doctrines ultra-royalistes qui prétendaient que le pouvoir royal ne devait ni reconnaître, ni payer les dettes d'un gouvernement usurpateur.

Le baron Louis combattit énergiquement ces tendances et, pour relever le crédit public, il affirma la volonté de l'Etat de rembourser non seulement les créances exigibles contre le Trésor, mais encore la dette consolidée par des rachats successifs. Il fit voter la loi du 28 avril 1816 qui organisait la Caisse d'amortissement. La dotation de la nouvelle caisse fut d'abord fixée à la somme annuelle de 20 millions de francs, puis à 40 millions (loi du 25 mars 1817).

Les rentes acquises au moyen de cette dotation et des arrérages desdites rentes étaient inscrites au nom de la Caisse d'amortissement et ne pouvaient être ni vendues ni mises en circulation. Mention de leur inaliénabilité était faite au Grand Livre de la Dette publique.

Commencées le 1^{er} juin 1816, les opérations de la Caisse d'amortissement eurent pour effet immédiat de raffermir le crédit. Le jeu régulier des opérations amena rapidement la hausse du cours des rentes qui étaient toutes du type 5 %.

De 57,35 en 1816, les cours s'élevèrent à 64,85 en 1817, à 100,25 en 1824 et à 103,07 en 1825.

La loi du 1^{er} mai 1925 interdit les achats de la Caisse d'amortissement au-dessus du pair. Le 5 % fut alors converti en 4 1/2 % et en 3 %. La Caisse d'amortissement

fut donc un des facteurs du relèvement du crédit de la France à cette époque.

Malheureusement les lois du 10 juin 1833, du 7 mai 1837 et du 25 juin 1841 apportèrent des entraves au fonctionnement régulier de la Caisse d'amortissement en la détournant de sa fonction première. La loi de 1833 décida que les disponibilités affectées aux fonds qui avaient dépassé le pair seraient mises en réserve par le Trésor qui délivrerait à la Caisse des bons du Trésor portant intérêt à 3 % jusqu'à l'époque de leur remboursement, c'est-à-dire jusqu'au jour où les rentes étant descendues au dessous du pair le Trésor aurait à fournir les fonds pour recommencer les achats devenus possibles par la baisse des cours. En cas d'emprunt nouveau, la Caisse pouvait employer les bons qu'elle possédait pour souscrire aux rentes nouvellement émises.

La loi du 17 mars 1837 autorisa le Ministre des Finances à affecter les bons du Trésor de la Caisse d'amortissement à la création d'un fonds extraordinaire pour les travaux publics.

Enfin la loi du 25 juin 1841, tout en abrogeant la précédente, décida que les fonds d'amortissement qui à partir de 1842, seraient rendus libres par l'élévation des rentes au dessus du pair, seraient affectés à l'extinction successive des découverts du Trésor des exercices 1840, 1841 et 1842 et consolidés semestriellement en rentes.

La Caisse d'amortissement végéta jusqu'en 1871, époque à laquelle les achats de rentes furent supprimés par la loi du 16 septembre de cette même année et en exécution de la loi du 4 août 1874, il fut procédé à la négocia-

tion de l'actif de la Caisse. Elle continua cependant à intervenir dans les conditions de l'art 12 de la loi du 28 mai 1853, pour l'annulation des rentes perpétuelles appartenant à la Caisse nationale des retraites et converties en rentes viagères au profit des déposants arrivant à l'âge d'entrée en jouissance. Ce mode de procéder ayant été supprimé par la loi du 31 janvier 1884, la Caisse d'amortissement n'avait conservé qu'une existence nominale mais son organisation n'en avait pas moins subsisté. Chaque année le caissier général continua à adresser pour ordre à la Cour des Comptes, en exécution de l'art. 847 du décret du 31 mai 1862, comme caissier de la Caisse d'amortissement, un compte des recettes et des dépenses de ladite caisse et cette haute assemblée a rendu annuellement un arrêt pour donner au comptable décharge de sa gestion en constatant qu'il n'y a eu, au cours de l'année ni recette ni dépense. La Caisse d'amortissement restait donc en mesure de reprendre immédiatement son rôle actif dès que les pouvoirs publics jugeraient cette reprise nécessaire.

Fonctionnement de la Caisse d'amortissement

Les conditions suivant lesquelles les achats étaient effectués, étaient déterminées par la Commission de surveillance instituée près de la Caisse des Dépôts et Consignations par les lois des 28 avril 1816 et 6 avril 1876.

Cette commission est composée de 10 membres :

2 sénateurs élus par le Sénat ;

2 membres de la Chambre des Députés élus par elle ;

2 membres du Conseil d'Etat nommés par le Gouvernement ;

Un président de la Cour des Comptes élu par cette cour ;

Le Gouverneur de la Banque de France ;

Le président de la Chambre de Commerce de Paris ;

Le Directeur du Mouvement général des fonds au ministère des finances.

Cette commission entend tous les trois mois le compte rendu de la situation des deux caisses et vérifie toutes les fois qu'elle le juge utile et au moins une fois par mois l'état des caisses, la bonne tenue des écritures et tous les détails administratifs.

L'art 115 de la loi du 28 avril 1816 stipule que la Caisse d'amortissement et la Caisse des Dépôts et Consignations « sont placées de la manière la plus spéciale sous la surveillance et la garantie de l'autorité législative ». C'est ainsi que le président de la Commission de surveillance, en présence du directeur général, dans la session annuelle du Parlement, soumet au contrôle des deux chambres un rapport sur la direction morale et sur la situation matérielle de ces établissements.

Indépendamment de ce rapport annuel rendu public, le bilan trimestriel des opérations des Caisses d'amortissement et des Dépôts et Consignations est publié au *Journal Officiel* tous les trois mois.

La Commission de surveillance décida que les achats de rentes faits à l'aide du fonds spécial de soutien institué par l'art. 5 de la loi du 26 octobre 1917 seraient portés à la connaissance du public par l'insertion au *Journal Officiel*, tous les dix jours, du chiffre global des sommes

employées au cours de la décade écoulée; puis le 1^{er} de chaque mois du montant des achats journaliers effectués pendant le mois précédent.

Le Compte « Trésor public, son compte de recettes et de dépenses de la Caisse d'amortissement » était crédité des mensualités de 120 millions et débité du montant des achats effectués. Le solde de ce compte représentait l'excédent disponible qui ne pouvait être supérieur à 360 millions. Dès que ce chiffre était atteint, les versements mensuels étaient suspendus.

Les achats de rentes ne pouvaient avoir lieu à un taux supérieur au prix d'émission, augmenté des intérêts courus dans le trimestre et pour les rentes 5 % 1915 et 1916 à un prix supérieur à 87 fr. 50 (les unes ayant été émises à 87.25, les autres à 87.50) augmenté des intérêts courus dans le trimestre.

Aussitôt après le versement de la première mensualité, la Caisse d'amortissement commença ses achats en bourse. Ceux-ci étaient effectués au comptant par l'intermédiaire de la Chambre syndicale des Agents de Change de Paris qui répartissait chaque décade entre toutes les charges les 40 millions dont disposait la Caisse d'amortissement.

Afin que les vendeurs puissent recevoir de la Chambre syndicale, dès la livraison de leurs titres, le produit de leur négociation, les opérations de la Caisse d'amortissement étaient réglées au jour le jour sur la production du bordereau d'achat. Les rentes ainsi acquises étaient immédiatement annulées sans entrer dans le portefeuille de la Caisse d'amortissement : la Chambre syndicale des Agents de Change était chargée de les remettre au Trésor dès leur

livraison par les vendeurs; elle justifiait de l'opération vis-à-vis de la Caisse d'amortissement par la remise de certificats délivrés par l'agent comptable du Grand Livre pour constater que les rentes avaient bien été portées au compte de réduction de la Dette publique avec cessation des arrérages à compter de la jouissance en cours au jour de l'acquisition. Ces certificats faisaient foi de l'annulation définitive des rentes au Grand Livre ainsi que du coupon en cours attaché dont le montant était acquis non à la Caisse d'amortissement mais au Trésor à qui il appartenait par suite du rachat des titres.

Pour les rentes 5 % amortissables qui n'entraient pas au compte de réduction mais étaient inscrites au nom du Trésor, il était justifié de cette inscription par la remise à la Caisse d'amortissement d'un certificat délivré par le Caissier-payeur central du Trésor.

Pour permettre de suivre pour chaque nature de rentes le mouvement des achats et celui des annulations, il était ouvert à la balance à chaque fonds 5 %, 4 % 1917, 4 % 1918, 5 % amortissable et 6 % un compte Rente tant % provenant de rachats (n^{os} 4, 5, 6, 7, 8) au débit duquel étaient portés tous les emplois effectués et dont le crédit indiquait le montant en capital des rentes annulées qui était passé en écriture au fur et à mesure de la réception soit des certificats d'inscription au compte de la réduction de la Dette publique s'il s'agissait de rentes 4, 5 ou 6 % perpétuelles, soit des certificats d'inscription au nom du Trésor pour le 5 % amortissable.

Le solde de chacun de ces comptes représentait le prix des rentes achetées non encore livrées ou annulées. Les

rapports annuels faits au Parlement depuis 1918 par la Commission de surveillance instituée auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations permettent de suivre très exactement les opérations effectuées par la Caisse d'amortissement.

Opérations de l'année 1917 :

Versements effectués : $60.000.000 \times 2 =$	120.000.000
Montant des achats effectués.....	76.249.746 58
Solde disponible au 31 décembre 1917.....	43.750.253 42

Opérations de l'année 1918 :

Versements effectués : $120.000.000 \times 12 =$	1.440.000.000
Total des disponibilités.....	1.483.750.253 42
Montant des achats effectués.....	1.418.218.176 77
Solde disponible au 31 décembre 1918.....	65.532.076 65

Achats effectués en 1918 :

Janvier	162.569.870 55	
Février	120.599.602 80	
Mars	110.199.320 43	
Avril	129.799.127 05	
Mai	119.999.582 10	
Juin	119.999.603 05	
Juillet	119.999.594 20	
Août	100.840.337 93	
Septembre	94.499.788 20	
Octobre	116.499.733 10	
Novembre	91.999.821 30	
Décembre	137.111.781 71	
	1.424.118.162 42	
A retrancher	5.899.985 65	Achats relatifs à 1917 réglés en 1918 et ceux relatifs à 1918 réglés en 1919.
	1.418.218.176 77	

Opérations de l'année 1919 :

Solde disponible au 31 décembre 1918..... 65.532.076 65

**SOMMES VERSÉES AU FONDS SPÉCIAL
EN 1919**

Janvier	120.000.000
Février	120.000.000
Mars	74.785.174 56
Avril	
Mai	
Juin	
Juillet	20.746.765 20
Août	36.996.527 85
Septembre	70.604.353 42
Octobre	14.694.062 25
Novembre	74.112.936 96
Décembre	120.000.000

651.939.820 24 651.939.820 24

Total des disponibilités 717.471.896 89

Montant des achats effectués 501.489.817 62

Solde disponible au 31 décembre 1919.. 215.982.079 27

Achats effectués en 1919 :

Janvier	13.917.269 11
Février	
Mars	
Avril	
Mai	36.861 88
Juin	20.709.903 62
Juillet	36.996.527 85
Août	70.604.353 42
Septembre	14.694.062 25
Octobre	74.112.936 96
Novembre	130.616.745 09
Décembre	138.372.403 66

500.061.063 84

A ajouter	1.428.753 78	Achats de 1918 réglés en 1919 et ceux de 1919 réglés en 1920.
	501.489.817 62	

Opérations de l'année 1920 :

Solde disponible au 31 décembre 1919.....		215.982.079 27
Sommes versées :		
120.000.000 × 12 =	1.440.000.000	
Crédits tombés en annulation par suite de dépassement du maximum légal	6.093.794 19	
Sommes effectivement versées	1.433.906.205 81	1.433.906.205 81
Total des disponibilités		1.649.888.285 08
Montant des achats effectués		1.473.686.535 96
Solde disponible au 31 décembre 1920		176.201 749 12

Achats effectués en 1920 :

Janvier	126.441.914 35	
Février	78.775.339 83	
Mars	119.699.802 88	
Avril	193.399.859 28	
Mai	119.999.817 09	
Juin	120.999.784 90	
Juillet	89.799.839 15	
Août	119.399.850 52	
Septembre	165.999.803 08	
Octobre	119.599.712 73	
Novembre	119.599.797 18	
Décembre	97.599.775 05	
	1.471.315.296 04	
A ajouter	2.371.239 92	Achats de 1919 réglés en 1920 et ceux de 1920 réglés en 1921.
	1.473.686.535 96	

Opérations de l'année 1921 :

Solde au 31 décembre 1920.....	176.201.749 12
Sommes versées : 50.000.000 × 12 =	600.000.000
Total des disponibilités	776.201.749 12
Montant des achats effectués	641.280.349 90
Solde disponible au 31 décembre 1921.....	134.921.399 22

Achats effectués en 1921 :

Janvier	84.999.378 48	
Février	28.999.740 69	
Mars	42.999.407 91	
Avril	51.999.573 69	
Mai	48.499.724 29	
Juin	54.998.110 26	
Juillet	47.498.380 74	
Août	50.597.265 92	
Septembre	50.596.956 82	
Octobre	54.997.822 40	
Novembre	72.496.850 35	
Décembre	51.997.036 26	
	640.680.247 81	
A ajouter	600.102 09	Achats de 1920 ré-
		glés en 1921 et ceux
		de 1921 réglés en
		1922.
	641.280.349 90	

Opérations de l'année 1922 :

Solde au 31 décembre 1921	134.921.399 22
Achats effectués :	
Avril .. 5.948.875 14	
Mai 12.190.175 39	
18.139.050 53	
A ajouter 1.999.886 01 Achats de 1921 réglés en 1922	
20.138.936 54	20.138.936 54
Solde disponible au 31 décembre 1922	114.782.462 68

Détail des rentes achetées par la Caisse d'amortissement de 1917 à 1922

ANNÉES	RENTES 5 % 1915-16	RENTES 4 % 1917	RENTES 4 % 1918	RENTES 5 % am ^{bles}	RENTES 6 %	TOTAUX
1917	76.749.742 73	»	»	»	»	76.749.742 73
1918	942.837.089 07	460.055.163 73	21.225.909 62	»	»	1.424.118.162 42
1919	29.458.172 56	79.594.769 68	391.008.121 60	»	»	500.061.063 84
1920	247.338.890 89	231.346.477 80	543.070.096 50	449.559.830 85	»	1.471.315.296 04
1921	99.153.517 60	103.560.356 59	122.034.255 80	106.852.896 42	209.074.221 40	640.680.247 81
1922	3.454.373 20	174.628 19	2.319.873 75	2.090.543 14	10.089.627 25	18.139.050 53
	1.308.996.786 05	874.731.395 99	1.079.658.257 27	558.503.275 41	219.173.843 65	4.131.063.563 37

Dès 1917, les achats de la Caisse d'amortissement eurent pour effet de dégager le marché d'une partie du flottant qui l'encombraait.

En 1918, les mensualités furent portées de 60 à 120 millions et la presque totalité des crédits accordés furent employés malgré une activité réelle du marché due à de nombreux achats particuliers.

A la faveur de nos succès militaires, beaucoup de capitalistes peu confiants, qui jusque là avaient thésaurisé leurs billets de banque, souscrivirent aux Bons de la Défense Nationale et achetèrent de la rente en bourse.

Le montant nominal des souscriptions à l'emprunt 4 % 1918 émis le 20 octobre s'éleva à 30.690 millions correspondant à un capital effectif de 22 milliards. Cette augmentation énorme de la masse des rentes en portefeuille ne ralentit pas l'animation qui régnait depuis quelques mois déjà sur le marché. Celle-ci ne fit que s'accroître et pendant les premiers mois de 1919, les cours de toutes nos rentes de guerre s'élevèrent de 4 et 5 points au dessus de leurs prix d'émission.

Or, ceux-ci étaient les prix limites que la loi du 26 octobre avait fixés pour l'emploi en rentes du fonds spécial. Cette hausse dispensa donc la Caisse d'amortissement de fonctionner et dès le mois de mars 1919, l'excédent disponible ayant atteint le chiffre de 360 millions, les crédits alloués ne furent pas employés.

Les rentes s'alourdirent au cours du deuxième semestre. Les achats ne s'élevèrent qu'à 500.061.063 fr. 84 pour l'année 1919 mais atteignirent 1.471.315.296 fr. 04 en 1920. Pour cette dernière année, la Caisse d'amortis-

sement ne reçut pas la totalité de ses crédits budgétaires : 6.093.794 fr. 19 tombèrent en annulation par suite de dépassement du maximum légal en février et mars.

De nombreuses critiques étaient adressées au fonds spécial. On lui reprochait surtout d'amortir la dette perpétuelle non à l'aide d'excédents budgétaires mais avec des ressources d'emprunts, ce qui aboutissait à transformer une dette consolidée en dette flottante. Le Ministre des Finances tint compte de ces critiques et dans le projet de budget de 1921, le versement au fonds spécial fut ramené de 1.440.000.000 à 300 millions. La loi du 30 avril 1921 fixa à 50 millions par mois, soit 600 millions pour l'année 1921, le crédit accordé au fonds spécial. Le solde disponible au 1^{er} janvier 1921 s'élevait à 176.201.749 fr. 12; c'était donc de 776.201.749 fr. 12 dont disposait la Caisse d'amortissement pour l'année 1921. 644.280.349 fr. 90 furent employés.

Le reliquat, soit 132.921.513,21, fut la seule ressource de la Caisse en 1922. L'art. 82 de la loi de finances du 31 décembre 1921 décida que le montant des titres remis en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre serait imputé, à concurrence de la valeur libératoire de ces titres, sur les crédits du fonds d'amortissement et ce montant atteindrait en 1922, d'après les évaluations, le chiffre des crédits.

Aucune somme ne fut donc inscrite au budget pour l'approvisionnement du fonds spécial. Les opérations de la Caisse d'amortissement furent réduites en 1922 à quelques achats lors du retour à la liberté du marché pour un montant de 18.139.050,53. Aucun achat n'ayant été effec-

tué depuis, le compte de la Caisse d'amortissement présente un solde créditeur de 114.782.462 fr. 68.

L'emprunt 6 % et le marché spécial des rentes

Depuis la guerre, afin d'éviter un recul brusque des cours qui aurait pu se produire à la suite de nouvelles mauvaises ou jugées telles et qui risquait de porter atteinte au crédit de l'Etat, on avait fixé des cours limites pour chaque nature de rentes au-dessous desquels les fonds d'Etat français ne pouvaient être cotés. Ces cours étaient établis par la Chambre Syndicale des Agents de Change après entente avec le Ministère des Finances.

Jusqu'en 1920, grâce à l'heureuse influence des achats effectués par la Caisse d'amortissement, par les Caisses publiques et par les assujettis à la contribution sur les bénéfices de guerre, les cours s'étaient tenus à un niveau voisin des prix d'émission qu'ils avaient même parfois dépassés.

A partir de 1920, les cours inscrits vont varier de moins en moins. A chaque date de détachement du coupon, le titre baisse du montant des arrérages qu'il regagne progressivement pendant le trimestre suivant, mais avec une régularité qui ne trompe personne sur sa nature artificielle.

Jusqu'à cette époque, le taux effectif d'émission des emprunts de guerre avait peu varié. Il avait été respectivement de : 5,73 %, 5,71, 5,83 et 5,68 pour les 5 % 1915 et 1916, et 4 % 1917 et 1918. L'emprunt 5 %, émis au début de 1920, amortissable par tirage avec une prime de 50 %, faisait ressortir un taux réel de 5,75 %. En

octobre 1920, l'émission au pair d'un emprunt en rentes 6 % devait provoquer une nouvelle baisse sur le marché, les cours des rentes antérieures s'établissant peu à peu à une parité basée sur ce nouveau taux plus élevé.

Afin de faire bénéficier les porteurs de rentes des avantages du nouvel emprunt, le Ministre des Finances avait décidé que les rentes de guerre seraient admises à la libération des souscriptions au nouveau fonds dans la proportion de 50 % du montant de chaque souscription, et qu'elles seraient reprises à leur prix d'émission augmenté des intérêts courus pendant le trimestre ou de la prime d'amortissement calculée sur la période écoulée.

L'emprunt ne devait s'ouvrir que le 20 octobre, mais dès le 25 août des versements anticipés étaient admis soit en numéraire, soit en valeurs du Trésor (Bons du Trésor, Bons de la Défense Nationale, Obligations de la Défense Nationale, Rentes 3 1/2 amortissables), qui portaient intérêt à 5,75 % jusqu'au 30 novembre, date de la clôture de l'émission.

En 1915, lors de l'émission du premier emprunt 5 %, le 3 % ancien avait été admis comme valeur de reprise, mais aucune facilité n'avait été accordée aux porteurs qui avaient besoin de numéraire dans la proportion exigée pour souscrire. Les contre-parties avaient manqué et les négociations en rentes 3 % étaient devenues très difficiles. Or, plus de 70 milliards de rentes en capital avaient été émises depuis la guerre et il était à prévoir que beaucoup de porteurs voudraient souscrire en échangeant leurs titres.

Pour faciliter ces échanges et pour permettre à certains

porteurs dépourvus d'argent liquide de participer à la souscription, il était indispensable de renoncer au régime qui existait sur le marché officiel et qui ne comportait pratiquement aucune variation de cours.

Le Ministre des Finances fut donc amené à approuver l'ouverture d'un marché spécial des rentes de guerre sous une rubrique spéciale, indépendante de la cote ordinaire des fonds d'Etat français.

Ce marché spécial fut ouvert à la Bourse de Paris à partir du 13 septembre 1920, et pour chacune des catégories de Rentes 4 et 5 % perpétuelles et 5 % amortissables. Alors que les cours sur le marché ordinaire ne pouvaient tomber au-dessous d'un prix minimum, les cours du marché spécial étaient établis suivant les demandes et les offres. Un recul exagéré des cours n'étaient d'ailleurs pas à craindre pendant l'emprunt puisque toute baisse enregistrée sur les rentes de guerre augmentait le bénéfice de l'acheteur en raison de l'écart entre le cours de reprise et le cours d'achat, et devait attirer de nombreux souscripteurs en numéraire.

L'expérience confirma les prévisions et, en fait, on cota certains jours au marché spécial des cours plus élevés qu'au marché ordinaire, ce qui pouvait sembler paradoxal.

La raison était la suivante : les cours du marché spécial étaient augmentés de l'intérêt des virements qu'ils représentaient jusqu'à fin novembre, alors que le vendeur de rentes sur le marché ordinaire était payé en numéraire et pouvait faire valoir les fonds reçus à 5,75 % jusqu'à fin novembre. Le cours du marché ordinaire représentait donc le cours actuel et celui du marché spécial le

cours fin novembre, c'est-à-dire la valeur espèces à cette date destinée à la souscription.

En défalquant les intérêts du cours coté, on obtenait aisément le véritable cours actuel, ce qui permettait à un capitaliste de pouvoir évaluer le bénéfice réalisé en achetant des rentes sur le marché spécial pour souscrire au nouvel emprunt.

L'acheteur, auteur d'un versement anticipé, pouvait affecter tout ou partie de son versement soit à une souscription au nouvel emprunt, soit à des achats de rentes 4 et 5 % perpétuelles et 5 % amortissables, effectués sur le marché spécial. Les rentes ainsi achetées pouvaient être au gré de l'acheteur, soit conservées par lui, soit affectées à la souscription au nouvel emprunt.

Dans ce dernier cas, il bénéficiait des trois avantages suivants :

1° La provision versée tant en titres qu'en numéraire, sous forme de versements anticipés, portait intérêt à 5,75 % jusqu'au 30 novembre.

2° Les achats en définitive pouvaient être payés avec des valeurs du Trésor (Bons et Obligations de la Défense Nationale, Rentes 3 1/2 amortissables).

3° Il bénéficiait de la marge existant entre la valeur de reprise des rentes et le cours d'achat.

Le vendeur, qui voulait se procurer du numéraire pour fournir à l'appui de sa souscription, trouvait sur le marché spécial de plus grandes facilités de négociations, de nombreuses demandes étant attirées par les avantages que l'on vient d'énumérer. Le produit des ventes ne pouvait être transformé en espèces. Il était destiné à être utilisé

en une souscription au nouvel emprunt et considéré comme du numéraire.

Un compte de souscription était ouvert à la Caisse Centrale du Trésor public (Service des Emissions, Pavillon de Flore) au nom de chacun des agents de change et au nom de la Caisse Commune. Les agents de change ne pouvaient, en dehors de la souscription au nouvel emprunt, disposer des sommes ainsi portées au crédit de leur compte de souscription que par des virements qu'ils délivraient au nom des titulaires de comptes de souscription avec lesquels ils avaient des règlements à effectuer à la suite de négociations pratiquées sur le marché spécial. Les règlements entre agents de change des négociations de rentes ne se faisaient également que par voie de virement : les agents de change débiteurs remettaient un mandat au nom de la Caisse Commune sur leur compte de souscription au Trésor; les agents de change créditeurs étaient crédités par les soins de la Caisse Commune.

Le total des souscriptions à l'emprunt 6 % s'éleva à 27 milliards 500 millions, et le chiffre des valeurs de reprise en rentes anciennes atteignit 13 milliards 500 millions, ce qui montre les excellents résultats obtenus grâce au fonctionnement du marché spécial.

Les opérations « hors cote » sur les rentes

Après la clôture de l'emprunt, les transactions sur le marché ordinaire furent toujours aussi peu actives. A partir de 1921, les rentes baissèrent à chaque échéance

du montant exact du coupon et un cours unique et invariable pendant chaque trimestre fut inscrit à la cote.

Une semblable perspective étaient peu encourageante pour les capitalistes cherchant à employer leurs disponibilités et les détournait du marché des rentes. Quant aux porteurs de rentes ayant besoin d'argent, ils devaient attendre de longs mois l'exécution de leurs ordres de vente. Cette situation ne pouvait se prolonger indéfiniment. Il était inévitable que les vendeurs pressés soient amenés à chercher, ailleurs que sur le marché officiel, à réaliser leur portefeuille.

Des intermédiaires s'offrirent à négocier officieusement ces titres qui devenaient presque invendables au Parquet. Les cours plus bas de quelques points que pouvaient consentir les vendeurs devaient attirer les demandes. L'usage s'établit ainsi de négocier les rentes, en dehors des agents de change, à des cours inférieurs de quelques points à ceux de la cote officielle et fixés d'après les offres et les demandes.

D'après l'art. 76 du Code de Commerce, les négociations de titres de rentes françaises ne peuvent avoir lieu qu'à la bourse, sur le marché officiel, par l'intermédiaire obligatoire des agents de change, ceux-ci ayant seuls le droit de faire les négociations des effets publics ou autres susceptibles d'être cotés.

Toutes négociations de valeurs cotées pratiquées en dehors du marché sont nulles et ne peuvent donner lieu à aucune action en justice, elles constituent le délit d'imixtion dans les fonctions d'agent de change.

Seules sont licites et peuvent être légalement pratiquées

lorsqu'elles sont faites hors cote, les ventes effectuées directement par un propriétaire de titres à un acheteur qui en prend livraison, et les ventes faites à ses guichets par une banque, des titres qu'elle possède à condition que la banque ne joue jamais le rôle d'intermédiaire.

Or, pratiquement, il était impossible d'empêcher les négociations hors cote, car tous les titres au porteur sont transmissibles par simple tradition, au gré des parties. Les transactions qui s'effectuaient ainsi en dehors du Parquet ne donnaient lieu à la perception d'aucun courtage, de sorte qu'il n'était pas possible de constater le délit d'immixtion dans les fonctions d'agent de change.

Les opérations du marché hors cote, tenues secrètes au début, prirent un développement tel que tout le monde en connut bientôt l'existence. Le Gouvernement ne s'opposa point à une pratique qu'il ne pouvait empêcher. Cette tolérance décida les agents de change à participer aux opérations du marché libre. Les coulissiers, qui jusque-là opéraient seuls, acceptèrent avec empressement le concours qui leur était offert. A partir de ce moment, les transactions devenaient légales : les ordres reçus par le coulissier étaient transmis pour application à l'agent de change. Celui-ci inscrivait l'opération sur ses livres, mais en indiquant le cours officiel puisqu'il lui était interdit d'en appliquer de plus bas.

La différence entre le prix officiel et le prix réel était ristournée par l'agent de change au coulissier qui la reversait au client non sans avoir prélevé une « honnête commission ». L'agent de change, qui ne faisait qu'enregis-

trer l'opération, prélevait une commission à la fois sur l'achat et sur la vente.

Quant au vendeur, il supportait tous les frais.

Bientôt, les commis d'agents de change firent concurrence aux coulissiers en recueillant eux-mêmes les ordres d'achat de rentes en dehors du Parquet, violant ainsi le règlement.

Le marché hors cote était devenu, par la force des choses, le véritable marché de la rente française. Le volume des affaires traitées y était considérable, alors que les transactions sur le marché officiel étaient à peu près nulles. Les journaux mentionnaient les écarts existant entre les cours du marché libre et les cours officiels qui ne faisaient illusion à personne.

L'existence de deux marchés, l'un sans animation dont les cours factices étaient inscrits par ordre, et l'autre dont les cours reflétaient à peu près le jeu de l'offre et de la demande et dont l'activité allait sans cesse croissante, créait une situation dangereuse et anormale.

D'une part, il était dangereux pour les particuliers se trouvant dans l'obligation de réaliser leurs rentes, d'avoir recours à des intermédiaires plus ou moins scrupuleux qui, opérant sans contrôle, en profitaient souvent pour encaisser des bénéfices exagérés.

En outre, les souscripteurs aux emprunts de la Défense Nationale, qui s'étaient imaginés qu'en répondant aux appels de l'Etat ils se constituaient des réserves, étaient surpris de voir ces réserves bloquées sur le marché officiel et de subir en s'adressant ailleurs une forte dépréciation par rapport aux cours officiels. La prolongation de cet

état de choses risquait d'entamer la confiance des porteurs et d'atteindre le crédit de l'Etat.

Il était préférable de reconnaître franchement les cours réels et d'avoir un marché sincère car, somme toute, rendre la liberté aux intermédiaires n'avait d'autre effet que de faire inscrire à la cote officielle les cours auxquels se négociaient réellement les rentes de guerre sur le marché libre. Tout le monde était d'accord sur la nécessité de rétablir la liberté sur le marché des rentes, mais il était prudent, toutefois, de choisir un moment favorable car il était très difficile d'évaluer la quantité de rentes qui se présenteraient sur le marché.

5° Le rétablissement de la liberté du marché

Cette occasion se présenta au début de 1922. En Angleterre, le taux de l'escompte et des dépôts en banque venait d'être largement abaissé; aux Etats-Unis, on constatait la même tendance résultant de l'abondance des capitaux.

Le 11 mars 1922, la Banque de France ramena le taux de l'escompte de 5 1/2 à 5 %.

Le 12 mars, le Ministre des Finances commença par réduire d'1/2 % le taux d'intérêt des Bons de la Défense nationale et cette mesure ne diminua pas le nombre des souscriptions.

Le 5 avril, le marché fut rouvert librement aux transactions, mais seulement pour les emprunts 5 % 1915 et 1916. On cota au début pour ces deux fonds 76,25, cours très voisin du prix hors cote de la veille, puis 76,40 et 76,45. Cette tendance s'accrut les jours suivants et

réagit sur les prix hors cote des autres emprunts de guerre auxquels la liberté des négociations n'était pas encore rendue : l'écart entre le cours officiel et le cours hors cote devint inférieur à un point pour les rentes 4 % au cours des séances suivantes. La liberté s'établissait ainsi d'elle-même et le 19 avril, date à laquelle on rendait la liberté à ces rentes, l'écart entre les deux cours était presque nul. Le même régime fut appliqué au 5 % amortissable le 6 mai, et au 6 % le 19 avec la même aisance.

On s'attendait en général à un tassement plus accentué des cours résultant d'ordres de vente au mieux de certains porteurs pressés de réaliser, et tout le monde fut surpris de constater que le flottant était beaucoup moins considérable qu'on pouvait le craindre. La Caisse d'amortissement aida à dégager le marché en utilisant une partie de ses disponibilités à l'achat de rentes au fur et à mesure que le marché redevenait libre. Elle employa ainsi 5 millions 948.875 fr. 14 en avril et 12 millions 190.175 fr. 39 en mai. Ce furent les dernières opérations effectuées par la Caisse d'amortissement.

CHAPITRE III

LA NEGOCIATION DES RENTES DEPUIS LE RETOUR A LA LIBERTÉ DU MARCHÉ

1° Principales causes de la baisse des rentes

Le marché ne conserva malheureusement cette activité que quelques mois. Dès le mois de septembre 1922, il perd son entrain et se rétrécit de jour en jour. Les cours s'effritent, cette baisse sera ininterrompue et ira s'aggravant d'année en année.

Si l'on recherche les causes de cet affaiblissement du marché, on constate d'abord qu'il est désormais privé des achats réguliers de la Caisse d'amortissement et des assujettis à la contribution sur les bénéfices de guerre. Les Caisses publiques constituaient donc la seule clientèle obligatoire, mais leurs achats ne dépassaient guère 800 à 900 millions par an, chiffre qui semble bien faible comparé à celui de la masse des emprunts émis depuis la guerre et dont voici la décomposition :

Emprunts	Numéraire	Bons et obligations à court terme	Divers	Total (en millions de francs)
5 % 1915	6.285	5.561	1.462	13.308
5 % 1916	5.425	4.649	8	10.082
4 % 1917	5.174	5.032	3	10.209
4 % 1918	7.246	14.675	242	22.163
5 % 1920	7.035	8.839	67	15.941
6 % 1920	11.278	4.506	12.305	28.089
	42.443	43.262	14.087	99.792

La rubrique « divers » concerne les souscriptions payées : 1° en rentes préexistantes (1.439 millions en 3 % perp.), 48 millions en 3 1/2 amortissable, 3.607 millions en 5 % 1915-16, 5.951 en 4 % 1917-18 et 2.739 en 5 % amortissable) ; 2° en coupons russes pour 239 millions ; 3° en coupons de rentes de guerre pour 67 millions 1/2. Quant aux consolidations proprement dites, elles se sont appliquées pour 36.137 millions aux Bons de la Défense Nationale, pour 7.112 millions aux obligations de la Défense Nationale et pour le surplus aux Bons du Trésor.

Le marché va avoir de plus à subir la concurrence de nombreuses émissions nouvelles qui vont détourner de la bourse des capitaux destinés à venir s'y employer. Depuis 1921, l'Etat a renoncé aux emprunts à long terme et alimente sa Trésorerie à l'aide de Bons du Trésor à court et à moyen terme : il émet en 1921 des Bons du Trésor à 2 ans pour 5 milliards, en 1922 des Bons du Trésor à 3 ou 5 ans pour 12.360.934.000 fr., en 1923 deux tranches de Bons du Trésor 6 % à 3, 6 ou 10 ans, pour 10 milliards en février et 6.189.455.000 fr. en septembre.

En outre, l'Etat consolide sa dette d'une façon indirecte par l'intermédiaire du Crédit National. Cet établissement, créé par la loi du 10 octobre 1919 pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre, a pour rôle de payer aux lieu et place de l'Etat les indemnités relatives aux dommages de guerre. Les fonds ainsi répartis proviennent de l'émission d'obligations et de bons dont les arrérages et l'amortissement sont assurés par l'inscription

d'une annuité à chacun des budgets de l'Etat. Les émissions du Crédit National se succèdent depuis 1919 :

En 1919, obligations 5 % pour 4 milliards de francs.

En 1920, obligations 5 % pour 4 milliards.

En 1921, bons 6 % pour 3 milliards.

En février 1922, bons 6 % à 2, 5 ou 10 ans pour 4.710 millions.

En juin 1922, bons 6 % à 3, 6, 12 ou 18 ans pour 3.290 millions.

En janvier 1923, bons 6 % pour 3 milliards.

En juin 1923, bons 6 % pour 2 milliards.

En 1924, bons 6 % pour 1.633 millions.

D'autre part on a émis en France, depuis le début du 2^e trimestre 1921, des emprunts d'un type autrefois inconnu appelés « emprunts de reconstruction gagés par des annuités délivrées par l'Etat ». Les titres ainsi offerts au public ont été créés en application de plusieurs lois relatives au paiement des indemnités de dommages de guerre : 1^o la loi du 31 juillet 1920 dont l'art. 152 spécifie que « tout sinistré ou groupement de sinistrés dont le montant des indemnités a été fixé et dont les pertes subies sont égales ou supérieures à un million, pourra sur sa demande recevoir, pour tout ou partie des indemnités dues, un paiement par annuités en nombre égal au moins à 15 et au plus à 30 », et dont l'art. 155 ajoute que les « sinistrés et groupements de sinistrés, ainsi que leurs cessionnaires ou délégataires, ont la faculté de contracter des emprunts gagés par les annuités qui leur sont consenties ».

2^o La loi du 31 décembre 1920 dont l'art. 67 dispose que « les sinistrés et les associations de sinistrés régulièrement constituées, ayant subi des dommages sur le territoire d'une même commune, pourront être groupés par les soins de l'administration municipale et les communes

pourront être autorisées à effectuer, pour le compte de ces groupements, des emprunts gagés par les annuités prévues à l'art. 152 de la loi du 31 juillet 1920. De très nombreux appels au crédit ont ainsi eu lieu, émanant soit de groupements de sinistrés, soit de quelques sociétés agissant isolément.

A la masse de tous ces fonds publics ou garantis par l'Etat, viennent encore s'ajouter les rentes délivrées aux sinistrés en paiement de leurs dommages de guerre, d'après les lois des 30 avril et 23 juillet 1921.

L'art. 10 de la loi du 30 avril 1921 autorise le Ministre des Finances à échanger, sur la demande des intéressés, les titres d'indemnité délivrés aux sinistrés en cas de non emploi ou de non réinvestissement contre des titres de rentes sur l'Etat français du type d'emprunt public le plus récent. La valeur des titres de rente est calculée pour cet échange d'après le taux de l'émission de l'emprunt. Toute somme inférieure à 100 francs sera versée immédiatement en espèces, les titres seront nominatifs et inaliénables pendant 5 ans, inaliénabilité réduite à 2 ans quand le montant de l'indemnité est inférieure à 5.000 francs.

D'après la loi du 17 avril 1919, le sinistré n'ayant fait ni emploi, ni réinvestissement, doit recevoir un titre productif d'intérêt à 5 % inaliénable pendant 5 ans, sauf l'autorisation motivée du tribunal civil, après avis du ministère public, remboursable ensuite à l'expiration de la sixième année par dixième, d'année en année, de sorte que le sinistré de cette catégorie doit attendre 16 ans pour être intégralement remboursé. L'art. 10 de la loi du 30 avril 1921, en substituant un titre de rentes sur l'Etat

français au titre de créance que possède le sinistré, améliore donc la situation de celui-ci qui peut faire argent de la totalité de son titre de rentes en le négociant dès que la période d'inaliénabilité est écoulée.

La loi du 23 juillet 1921 admet la possibilité, pour le sinistré, d'obtenir un titre de rentes sur l'Etat en échange de son titre d'indemnité pour la perte du mobilier de l'habitation, meubles meublants, literie, linge, effets personnels, prévus par l'art. 13, n° 4, de la loi du 17 avril 1919. Le sinistré subit un abattement de 15 % sur son indemnité et la valeur des titres de rentes ainsi délivrés est décomptée d'après le prix d'émission. Mais il a l'avantage d'être payé en rentes sur l'Etat au lieu d'être obligé de remployer en meubles.

Dans les deux cas, l'Etat trouve à cette combinaison l'avantage de ne payer que les arrérages d'une rente perpétuelle au lieu de payer le capital en dix années. C'est une consolidation de dette amortissable, opération qui dégage d'autant les ressources disponibles de la Trésorerie. Mais, pratiquement, cet accroissement de la rente perpétuelle avait l'inconvénient d'augmenter le flottant des rentes sur le marché. Beaucoup de sinistrés ayant reçu des titres de rentes perpétuelles en paiement de leurs dommages de guerre, se sont empressés de les négocier dès la période d'inaliénabilité écoulée et bien peu les ont conservés en portefeuille.

La baisse du franc a été une autre cause, et non la moindre, de la dépréciation des rentes françaises. Depuis 1922, le franc a baissé d'une façon ininterrompue. Les cent francs papier, qui valaient 43 francs or fin 1921, ne

valent plus que 34 francs fin 1922, 25 francs fin 1923 et moins de 20 francs fin 1925.

Les rentes françaises et avec elles toutes les valeurs françaises à revenus fixes observèrent, dans le même temps, un mouvement sensiblement parallèle. A chaque échéance de coupon, les détenteurs d'obligations ou de rentes recevaient bien la même quantité de francs, mais ceux-ci avaient un pouvoir d'achat qui allait diminuant au fur et à mesure que le franc baissait.

La dépréciation des titres était d'autant plus sensible que la valeur cotée était exprimée en francs-papier. Or, la plupart des porteurs de ces « valeurs de père de famille », comme on les appelait avant la guerre, les avaient achetées, non pour spéculer, mais pour effectuer un placement exempt de tout risque. L'instabilité du capital et des revenus, la dépréciation continue de ces valeurs, devait inciter les porteurs à s'en défaire et à les remplacer par des titres à revenus variables, actions industrielles françaises ou valeurs d'arbitrage.

Ces dernières surtout, dont les cours suivaient mieux la hausse des devises étrangères, connurent les faveurs d'une clientèle sans cesse plus nombreuse qui préférait posséder des titres donnant un revenu inférieur mais offrant des chances de plus-values sur le capital. On assista à certaines périodes à un véritable engouement de la part du public pour les valeurs à revenus variables qui se négociaient à des prix excessifs et se capitalisaient à des taux ridiculement bas. Il n'était pas rare de voir certaines actions industrielles françaises se traiter sur la base d'un revenu brut de 2 à 3 % alors que les valeurs à revenus

fixes n'offraient pas moins de 8 à 9 % net. Quant aux valeurs étrangères, certaines n'ayant jamais donné le moindre dividende, voyaient leur cours doubler en quelques mois.

Les épargnants qui ne voulaient pas jouer à la bourse, redoutant toutefois une baisse plus accentuée du franc et une baisse corrélative des rentes, préféraient placer leurs capitaux en Bons de la Défense Nationale ou en Bons du Trésor à court terme qui leur permettaient de retrouver intégralement leur capital à l'échéance tout en recevant un intérêt appréciable.

Cette désaffection générale pour les valeurs à revenus fixes rendait très difficile l'émission d'un emprunt de consolidation.

*2° L'emprunt 5 % 1924
Nouvelle forme de soutien des cours*

Aussi lorsqu'en novembre 1924, on voulut émettre un emprunt de consolidation, dût-on offrir un taux d'intérêt beaucoup plus élevé.

Ce nouvel emprunt était émis sous forme de Bons à 10 ans, productifs d'intérêts à 5 % et remboursables au taux de 150 %, par voie de tirage au sort, entre la sixième et la dixième année. Ces conditions faisaient ressortir le taux de capitalisation à 8.62 %.

Or, l'annonce de cette nouvelle émission ne pouvait manquer d'affaiblir encore les cours des rentes anciennes qui devaient tendre à se mettre à la parité du taux d'intérêt offert.

A partir du mois de septembre 1924, on constate une régression brutale des cours que nous reproduisons ci-dessous :

	29 août	30 sept.	31 octobre	8 novembre
3 %	53 50	52 30	50 05 (1)	50 20
5 % 1915-1916.....	67 70	64 25	61 75	59 95 (2)
4 % 1917	58 05	54 90 (3)	51 45	50 30
4 % 1918	56 82	54 75	50 95 (4)	50 15
5 % amortissable	84 60	80 30	73 75	72 30 (5)
6 % 1920.....	79 95	78 05	74 25	73 50

(1) Coupon de 0.75 détaché en octobre.

(2) Coupon de 1.25 détaché en novembre.

(3) Coupon de 1 fr. détaché en septembre.

(4) Coupon de 1 fr. détaché en octobre.

(5) Coupon de 2.50 détaché en novembre.

Cette situation va durer jusqu'à la veille de l'emprunt. Les ordres de vente, de jour en jour plus nombreux, risquaient d'engorger le marché et de nuire au résultat de l'emprunt qui allait s'ouvrir.

On eût alors recours à une nouvelle forme de soutien des cours. Les représentants des grands établissements de crédit, appelés au Ministère des Finances, jugèrent ne pouvoir intervenir sur le marché pour le dégager des offres qui l'encombraient.

A la suite de ce refus, le Gouvernement s'adressa à l'une de nos plus grandes banques d'affaires, la Banque de Paris et des Pays-Bas, qui consentit à se porter acheteur des rentes flottantes. Elle en absorba ainsi une quantité considérable et réussit à enrayer la baisse et même à relever les cours que l'on peut constater sur le tableau ci-dessous.

	12 novembre	29 novembre	10 décembre
3 %	50 65	50 45	51
5 % 1915-1916	60 45	60 20	62 60
4 % 1917	51 40	52	52 70 (1)
4 % 1918	51 35	51 20	52 60
5 % amortissable	71 95	70 50	70 50
6 % 1920	74	75	72 80 (2)

(1) Coupon de 1 fr. détaché en décembre.

(2) Coupon de 3 fr. détaché en décembre.

Le franc n'avait cessé de baisser pendant la même période. La livre était passée de 83 fr. 28 le 3 septembre à 84 fr. 20 le 1^{er} octobre, à 86 fr. 13 le 15 octobre et à 87 fr. 62 le 8 novembre.

Une intervention se produisit également sur le marché monétaire où les changes furent stabilisés grâce sans doute à l'emploi de la « masse de manœuvre » provenant de l'emprunt Morgan et aussi à l'élévation du taux de l'escompte que la Banque de France porta de 6 à 7 %.

Enfin, la Banque de Paris et des Pays-Bas entreprit, au cours de l'emprunt et après l'emprunt, une vigoureuse action à la baisse sur les titres à revenus variables, valeurs à change et valeurs industrielles françaises. Ces ventes à découvert s'attaquèrent à des valeurs d'excellent renom dont la baisse profonde entraîna celles d'autres compartiments de la cote. La Banque de Paris espérait ainsi que la clientèle, découragée par les pertes subies en bourse, s'éloignerait, pour un temps au moins, des valeurs de spéculation et se porterait sur les valeurs à revenus fixes.

Elle comptait qu'à la faveur de cette reprise elle pourrait écouler peu à peu le stock de rentes qu'elle avait acheté pendant l'emprunt pour soutenir les cours. Or, ces

prévisions ne se réalisèrent pas. D'abord on constata que les valeurs françaises furent beaucoup plus atteintes que les valeurs à change.

Quant aux obligations et aux rentes, elles ne bénéficièrent pas de la perturbation jetée sur le marché des autres valeurs. Elles furent au contraire entraînées dans le mouvement général de baisse. Cette manœuvre avait permis aux spéculateurs à la baisse de réaliser d'importants bénéfices, mais la Banque de Paris et des Pays-Bas se trouvait en possession d'un énorme stock de rentes qu'elle ne pouvait écouler.

Afin de lui venir en aide, un accord se fit entre les établissements de crédit et les grandes banques qui s'entendirent pour favoriser le plus possible l'achat de rentes françaises par leur clientèle. Le placement avait lieu à la commission, mais sans que les rentes soient prises en charge par les banques. La Caisse des Dépôts et Consignations en prit pour sa part une centaine de millions de francs.

Ce « reclassement des rentes » fut une opération laborieuse et le marché fut bloqué pendant les premiers mois de 1925. Certaines catégories de rentes, telles que le 5 % amortissable et le 4 % 1917 dont la quantité de titres en circulation n'est pas considérable et qui bénéficient par suite d'un meilleur classement, purent trouver à se négocier dès la fin de janvier. Par contre, la liquidation du flottant en 4 % 1918 et 6 % 1920 demanda près de 6 mois. Le nouvel emprunt 5 % 1924 ne put être introduit à la cote que 5 mois après l'émission, car on dut attendre que les différentes rentes soient complètement débloquées. Or, il

avait déjà donné lieu à de nombreuses transactions sur le marché hors cote et fut inscrit à la cote officielle à un cours inférieur de 50 francs au prix d'émission.

Le marché ne se montra d'ailleurs actif et ne fut réellement assaini qu'en juillet 1925 grâce à l'influence d'achats soutenus opérés par quelques grandes banques pour aider au placement des titres du nouvel emprunt de consolidation 4 % avec garantie de change. L'intervention fut cette fois beaucoup plus discrète que la précédente. On jugea avec raison qu'il n'était pas nécessaire d'exposer en détail, dans les journaux, tous les dessous d'une émission comme on avait cru devoir le faire en novembre et décembre 1924.

Il était toutefois difficile de se méprendre sur le caractère artificiel de la reprise brusque des rentes constatée vers la fin de juillet 1925. D'un jour à l'autre, on enregistra des hausses de 2 à 5 points que rien ne pouvait justifier, sur un marché qui, depuis six mois, n'absorbait que très difficilement les offres.

On doit reconnaître que ces interventions en bourse, effectuées au moment opportun par certaines grandes banques, ont réussi à redresser les cours des rentes, favorisant ainsi les souscriptions à l'emprunt en cours. Mais les rentes ainsi ramassées ne peuvent être conservées indéfiniment dans le portefeuille des banques qui doivent les replacer à nouveau parmi leur clientèle, opération qui n'est pas toujours facile comme on a pu le constater au début de 1925, période où les rentes ainsi ramassées ont pesé longtemps sur le marché.

Quant à la manœuvre de démolition systématique des

cours pratiquée sur le marché des valeurs à revenus variables, elle ne semble pas avoir eu pour résultat de porter les épargnants sur les valeurs à revenus fixes. Celles-ci, au contraire, devaient subir le contre-coup de la baisse des valeurs attaquées par les vendeurs à découvert. Beaucoup de spéculateurs, ayant à régler de grosses différences, ont été obligés de réaliser une partie du portefeuille qui leur sert de couverture. Comme tout portefeuille comprend des rentes, il était inévitable qu'une certaine quantité de celles-ci soient offertes sur le marché.

Il paraît donc préférable d'éviter de provoquer volontairement un ébranlement de la confiance par une baisse qui a le gros inconvénient de faciliter l'investissement de plus en plus avantageux des capitaux étrangers dans les entreprises nationales et leur prépondérance dans les conseils de notre commerce et de notre industrie.

3° Autres procédés employés pour soutenir les cours

Divers autres procédés, plus ou moins recommandables, ont été employés pour soutenir le cours des rentes.

C'est ainsi qu'au début de 1920, lors de l'émission du 5 % amortissable, on a cherché à réduire les offres dont les rentes françaises pouvaient être l'objet, en admettant comme valeurs de reprise en libération des souscriptions à cet emprunt, les coupons non échus jusqu'à l'échéance du 31 mars 1921 des rentes de guerre antérieurement émises.

Sous couvert de favoriser les porteurs de ces rentes,

L'Etat acceptait ainsi pour leur valeur nominale des coupons dont certains étaient à plus d'un an d'échéance. En réalité le fait de démunir les titres des coupons à échoir les rendait non négociables. Comme il en fut échangé pour un montant de 62 millions au cours de l'emprunt, c'est donc un chiffre important de rentes correspondant à ces coupons remboursés par anticipation qui ne purent être offertes sur le marché pendant plus d'un an.

On peut signaler également certains marchandages pratiqués par les bureaux du Ministère des Finances.

Dans le but de surveiller les appels au crédit pendant la guerre, la loi du 31 mars 1916 interdisait l'émission, la mise en vente ou l'introduction sur le marché, en France, des titres de sociétés françaises ou étrangères. Il pouvait toutefois être dérogé à cette disposition par arrêté du Ministre des Finances. Celui-ci n'examinait pas si l'affaire était bonne ou mauvaise, mais seulement si elle était intéressante pour la Défense Nationale pendant la guerre et depuis l'armistice pour la reprise de la vie économique du pays. Or, il arriva assez fréquemment que les sociétés qui venaient solliciter une autorisation d'émission ne recevaient satisfaction qu'à condition d'acheter des rentes françaises. Ces pratiques furent supprimées lors du passage de M. François-Marsal au Ministère des Finances.

Une autre mesure destinée à soutenir le cours des rentes a été étudiée par le Gouvernement fin 1924 et insérée dans la loi de finances concernant le budget pour 1925. Cette loi contient un projet sur l'emploi de la réserve légale des sociétés anonymes. D'après la loi du 24 juillet 1867 qui régit la constitution et le fonctionnement des

sociétés ainsi formées, celles-ci sont tenues d'effectuer sur leurs bénéfices annuels, avant toute autre répartition, un prélèvement de 5 % en faveur d'une réserve dont l'objet est de parer aux aléas qui pourront survenir dans la suite. La loi ne contient aucune disposition pour l'emploi de cette réserve qui doit atteindre 10 % du montant nominal du capital social. En fait, la réserve légale se confond avec les autres prélèvements de prévoyance qui peuvent être représentés par des immeubles, des usines, des stocks, des titres, etc..

Le projet du Ministre des Finances oblige ces sociétés à constituer le fonds de réserve légale en titres ou valeurs émises par l'Etat et créées à l'échéance de plus d'un an jusqu'à concurrence du 1/10 du capital social. Les sociétés qui n'avaient pas encore constitué leur réserve légale ou qui ne l'avaient formée qu'en partie, devaient procéder à des achats de rentes à concurrence de 5 % de leurs bénéfices jusqu'à ce que cette réserve soit entièrement représentée par des titres ou valeurs.

Les autres sociétés, dont la réserve légale était déjà formée par d'autres moyens, devaient affecter à ces achats 1/10 de leurs bénéfices annuels jusqu'à ce que le fonds de réserve soit entièrement représenté. En aucun cas les sociétés n'étaient tenues de liquider aucune partie de leur actif ou d'emprunter.

Les services compétents du Ministère des Finances ont évalué à 30 milliards le montant du capital nominal des sociétés qui seraient soumises à cette loi et, lorsque les réserves légales de ces sociétés auraient atteint leur maximum de 10 %, il y aurait donc 3 milliards de rentes qui

se trouveraient en quelque sorte immobilisées. En effet, les sociétés anonymes ont bien la libre disposition de leur réserve et peuvent l'employer, le cas échéant, pour combler un déficit, mais elles sont tenues de reconstituer cette réserve sur les bénéfices futurs.

Ces achats obligatoires de rentes apporteraient donc un soutien efficace au marché et les titres ainsi acquis seraient définitivement classés. Cependant, bien que paraissant assez séduisant, ce projet a soulevé de sérieuses objections.

D'abord, la loi ne jouerait pas, à l'égard de certaines sociétés, banques, sociétés de capitalisation qui ont déjà toutes, dans leur portefeuille, plus de 10 % de leur réserve légale constituée en rentes nationales. En outre, on a vivement critiqué une mesure qui, s'appliquant aux sociétés industrielles et commerciales, les obligerait à immobiliser des capitaux dont elles ont toutes grand besoin pour alimenter leurs affaires. Cette restriction de la liberté des sociétés anonymes aboutirait donc à détourner de leur fonction normale des capitaux destinés, non à une opération de placement, mais à être employés au développement de l'activité économique du pays.

4° Crise de confiance dans le crédit public

Le placement des emprunts devenant de plus en plus difficile, on a dû offrir de nouvelles garanties aux souscripteurs lors de l'emprunt de consolidation de 1925.

Les rentes nouvelles émises au pair, au taux de 4 %, jouissent non seulement de tous les privilèges et immu-

nités accordées aux fonds d'Etat, mais encore de l'exemption de l'impôt général sur le revenu dont bénéficient les bons de la Défense Nationale depuis la loi du 13 mars 1924. En outre, et pour protéger les souscripteurs contre une dépréciation pouvant résulter des fluctuations du change pour un titre libellé en francs, les arrérages bénéficient à chaque échéance d'une majoration proportionnelle si le cours moyen de la livre sterling, pour le semestre écoulé, dépasse 95 francs. Le taux du coupon est donc fixé spécialement, pour chaque échéance, par un arrêté du Ministère des Finances publié 15 jours avant l'échéance du coupon. La même garantie de sécurité est donnée au capital en cas de remboursement, car celui-ci ne pourra être fait que sur la base de 50 fois le dernier coupon semestriel effectif.

Le montant des souscriptions à cet emprunt s'est élevé à environ 6 milliards, chiffre relativement peu élevé si on le compare à celui des bons de la Défense Nationale en circulation.

On doit reconnaître que la confiance de l'épargne dans le crédit public a été ébranlée.

Le déchaînement des passions politiques, les retards apportés dans le vote du budget dont l'équilibre n'a pu être réalisé jusqu'ici qu'à l'aide de ressources d'emprunt, enfin les menaces incessantes dirigées contre l'épargne par les partis avancés de la majorité gouvernementale, ont entamé cette confiance. Par crainte d'une dépréciation nouvelle du franc et d'un prélèvement sur le capital, beaucoup de capitalistes et rentiers se sont débarrassés de

leurs valeurs françaises, thésaurisent des billets ou font évader leurs capitaux à l'étranger.

Le montant énorme des échéances de bons du Trésor à court terme et du Crédit National, auxquelles la Trésorerie a eu à faire face en 1925, n'a pu être remboursé comme les années précédentes par des ressources d'emprunt. On a, en même temps, constaté à certaines époques un ralentissement dans le renouvellement des bons de la Défense Nationale. L'émission de nouveaux billets a été le seul moyen qu'ait eu l'Etat pour remplir ses engagements, mais ce procédé a entraîné inévitablement une nouvelle et profonde baisse du franc.

Les avances de la Banque de France au Trésor qui étaient de 21.800 millions au bilan du 2 janvier 1925, ont atteint le chiffre de 35.950 millions au bilan du 31 décembre de la même année.

La livre est passée de 87 à 130 fr. pendant le même temps. Quant aux rentes, elles se capitalisent fin 1925 à un taux voisin de 10 %, taux qui a été largement dépassé par celui des Bons du Trésor à court terme, dont le rendement s'est parfois élevé au-dessus de 15 %.

Ces taux usuraires entraînent une hausse du loyer de l'argent qui rend actuellement impossible l'émission de tout emprunt de consolidation et qui constitue en outre un grave danger pour tous les éléments producteurs de la nation. Ceux-ci ne peuvent se procurer les capitaux nécessaires au développement de leur activité qu'à des conditions trop onéreuses. Les sociétés privées ne peuvent en ce moment emprunter sous forme d'obligations et doivent, en cas de nécessité absolue, recourir à des aug-

mentations de capital, ce qui ne va pas sans atteindre souvent profondément le cours des actions anciennes.

5° Situation privilégiée des rentes anciennes vis-à-vis des rentes de guerre

On ne peut manquer de remarquer la bonne tenue des fonds d'avant-guerre vis-à-vis de celle des rentes émises depuis 1914.

Le vieux 3 % n'a jamais donné lieu aux moindres difficultés de négociation et son taux de capitalisation n'est encore aujourd'hui que très peu supérieur à 6 %. Son cours dépasse celui des rentes 4 % 1917 et 1918 de 3 et parfois 4 points. Cette situation privilégiée est due à son excellent classement : le 3 % a en effet été conservé dans la plupart des portefeuilles où il occupait une si large place avant la guerre. De plus, il semble à l'abri des risques de conversion forcée dont sont menacés les autres fonds français, mesure dont le bruit a circulé dans certains milieux parlementaires.

Le 3 % amortissable, qui cote encore actuellement 62 fr. 50, a toujours été protégé contre une baisse trop profonde par son caractère spécial d'emprunt remboursable au pair dans un temps relativement court. Il n'a jamais cessé d'être demandé par une clientèle particulière comprenant les compagnies d'assurance et les sociétés de capitalisation qui sont assurées de retrouver toujours entièrement leur capital.

Pour les mêmes raisons, le 3 1/2 amortissable se tient à un cours très voisin du taux de remboursement. Les

porteurs ont profité, dans une très large mesure, des avantages accordés par le décret du 11 septembre 1914 qui leur donnait le droit de faire admettre ultérieurement les titres libérés avant le 31 janvier 1915 au prix d'émission de 91 fr. en paiement des souscriptions aux obligations de la Défense Nationale et aux emprunts en rentes 5, 4 et 6 %. Après déduction des rentes 3 1/2 présentées à ces diverses souscriptions, il ne reste plus en circulation que 435.827 fr. de rentes représentant un capital nominal de 11.331.502 francs.

Les rentes de guerre et d'après-guerre ne sont qu'en partie classées. Il en existe un flottant considérable, variant au gré des circonstances et pour cette raison très difficile à évaluer, qui constitue une menace permanente pour un marché étroit, sans animation et si sensible que des offres importantes risquent à tout moment de le bloquer.

Les vendeurs pressés doivent alors s'adresser au marché hors cote où les écarts avec les prix officiels ont été jusqu'ici peu importants. On a enregistré des différences variant de 1/2 point à un point 1/2, alors qu'au cours de la période 1921-1922, celles-ci ont atteint parfois 4 et même 5 points. Il est vrai que les cours étaient à cette époque invariables pour chaque trimestre et purement nominaux.

Ceux cotés actuellement résultent de l'offre et de la demande. Toutefois, afin d'éviter de brusques chutes de cours qui risqueraient de provoquer une panique, les offres sont surveillées par les coteurs officiels qui se refusent à inscrire des prix trop bas.

Aux achats réguliers des Caisses publiques, viennent s'ajouter les demandes parfois importantes de certains établissements de crédit qui « travaillent » sur la rente comme sur une valeur quelconque, ramassant les titres en période de pessimisme pour les écouler ensuite quand la situation redevient plus calme. Ainsi, la rente française qui, avant la guerre, jouait le rôle de valeur directrice, est devenue une valeur de spéculation n'exerçant plus aucune influence sur le marché.

CONCLUSION

Le problème du relèvement des cours des rentes est lié à la politique financière générale de l'Etat. Si le franc continue à baisser, les cours de nos fonds nationaux s'affaibliront en même temps que notre devise. Ni le taux élevé de l'intérêt servi, ni l'exemption d'impôts, ni tous autres avantages qui pourraient être accordés ne réussiront à attirer les souscripteurs ou les acheteurs sur le marché, si ceux-ci n'ont pas confiance dans le relèvement de nos finances.

Il faut rendre confiance à l'épargne et ne pas l'alarmer par la menace sans cesse répétée du prélèvement sur le capital. On ne peut se passer du concours des épargnants. S'ils refusaient aujourd'hui le renouvellement de leurs Bons de la Défense Nationale, nous serions acculés aussitôt à une émission de billets qui nous conduirait à un désastre. L'Etat aura encore besoin des épargnants lors des futurs emprunts de consolidation. Dans ces conditions, le crédit public doit être ménagé à tout prix.

Nous devons éviter le recours à des innovations hasardeuses récemment préconisées par certains parlementaires : consolidation forcée ou moratorium des emprunts à court terme, conversion obligatoire des emprunts perpétuels.

Le non-remboursement en espèces des valeurs à court

terme priverait tous les porteurs de disponibilités sur lesquelles ils sont en droit de pouvoir absolument compter et causerait inévitablement une crise économique grave.

La conversion obligatoire des rentes aurait l'avantage de diminuer notablement le montant des arrérages à payer chaque année, charge qui grève si lourdement le budget. Mais en manquant ainsi à ses engagements, l'Etat détruirait à jamais la confiance des porteurs dans sa signature et porterait ainsi un coup mortel à son crédit. Il commettrait, en outre, une grave injustice à l'égard des rentiers déjà suffisamment appauvris par la forte dépréciation qu'ont subie les rentes de guerre et d'après-guerre.

Des moyens moins violents, mais appliqués avec persévérance, peuvent encore réussir à redresser nos finances. Un grand pas serait accompli dans cette voie si par un équilibre budgétaire rigoureux, assuré par des recettes normales et des économies sévères, on parvenait à stabiliser le franc.

Cette stabilisation aurait, entre autres conséquences, celle de relever rapidement le cours des rentes, car le taux élevé auquel se capitalisent nos fonds d'Etat attirerait certainement de nombreux épargnants souvent très embarrassés dans le choix du placement de leurs capitaux, mais que la seule crainte d'une nouvelle baisse de notre devise éloigne actuellement du marché. L'espoir d'une revalorisation de la monnaie ramènerait une nombreuse clientèle vers les valeurs à revenus fixes et nos fonds nationaux formeraient à nouveau la base de tous les portefeuilles des rentiers.

Le marché des rentes ne pourra cependant retrouver une activité durable tant que l'Etat aura des emprunts de consolidation à émettre qui viendront concurrencer les rentes antérieurement émises.

Dès que cette période sera close, le problème du développement du marché des rentes ne sera pas résolu car la masse des titres aura encore augmenté du fait de la transformation en dette perpétuelle d'une grande partie de la dette flottante. On pourra alors rouvrir le marché à terme, qui n'a pas fonctionné depuis la guerre, afin d'éviter que la dépréciation spéculative des rentes ne vienne gêner l'émission des emprunts successifs.

Enfin, une mesure salubre, qui pourrait être prise dès maintenant, serait le rétablissement du fonds spécial de soutien des rentes, créé par la loi du 26 octobre 1917, et qui n'aurait jamais dû être supprimé.

Tant qu'il a disposé de sommes suffisantes, ce fonds a toujours donné d'excellents résultats et il est fort probable que son maintien eût évité la baisse profonde des cours et permis à l'Etat d'émettre des emprunts à long terme en 1922, 1923 et 1924 à la place des bons à court terme dont les échéances viennent menacer dangereusement notre Trésorerie.

Il semble qu'on peut noter une tendance à revenir à ce système des rachats de rentes en bourse par le Trésor.

L'art. 3 du décret du 31 octobre 1924, fixant les conditions d'émission de l'emprunt 5 % 1924, est ainsi libellé : « *Le Trésor effectuera des rachats en bourse au pair ou au-dessous du pair augmenté des intérêts courus pen-*

dant le semestre dans la limite maxima annuelle de 3,50 % du montant nominal souscrit ».

L'art. 2 du décret du 4 juillet 1925, concernant l'émission du 4 % 1925, énonce que « *le Trésor effectuera des rachats en bourse des nouveaux titres à concurrence de la différence entre les charges annuelles afférentes aux Bons de la Défense Nationale et le service de l'intérêt des nouvelles rentes* ».

Dans ces deux cas, l'importance des ressources à employer à ces rachats est toutefois nettement insuffisante pour soutenir les cours d'une manière efficace. Tous les ministres qui se sont succédés depuis 1924 au Ministère des Finances ont élaboré un projet de création d'une Caisse d'amortissement de la dette publique. Le récent projet du nouveau Ministre, M. Doumer, déposé le 5 janvier, relatif à la création d'une Caisse d'amortissement des rentes, met à la disposition de cette caisse des ressources beaucoup plus considérables énumérées à l'art. 4 dudit projet :

1° Un crédit annuel de 2 milliards 500 millions de francs au minimum obligatoirement inscrit chaque année, à partir de 1926, au budget général de l'Etat (dépenses du Ministère des Finances) pour être mis mensuellement par douzièmes égaux à la disposition de la Caisse d'amortissement.

2° Tous excédents des recettes sur les dépenses du budget général, constatés en clôture d'exercice qui seront versés à la Caisse dès que les comptes en auront été arrêtés.

3° Les dons et legs faits à l'Etat sans affectation spéciale, ou faits directement à la Caisse d'amortissement.

M. Doumer, dans les articles suivants du même projet, veut garantir la permanence de ces dispositions :

Art. 5. — Les versements effectués par le Trésor public à la Caisse d'amortissement, soit sur le crédit annuel inscrit au budget, soit en représentation des excédents constatés en clôture d'exercice, ne pourront en aucun cas être remplacés par des remises de bons ou d'obligations du Trésor.

Art. 6. — Les sommes versées par le Trésor à la Caisse d'amortissement sont employées suivant le choix du conseil de gérance, à l'achat de rentes sur l'Etat perpétuelles et amortissables, d'obligations du Trésor, de Bons du Trésor émis à plus d'un an d'échéance, ainsi que les valeurs émises par le Crédit National. Ces achats ne peuvent porter sur les rentes ou valeurs en cours d'émission ; ils sont effectués en Bourse.

Art. 7. — Les titres acquis par la Caisse d'amortissement ne peuvent en aucune circonstance et pour aucun motif être vendus ou mis en circulation. Ils sont annulés et les titres de rentes sont rayés du Grand Livre de la dette publique dans le mois de leur acquisition. Toute personne qui usera de son pouvoir ou de son autorité pour affecter ou faire affecter à un emploi autre que les achats des titres énumérés à l'article 6 les ressources de la Caisse d'amortissement ou qui aura participé d'une façon quelconque à la vente ou à l'achat de titres acquis par cette caisse, sera punie des peines de la réclusion, sous réserve de l'application de l'art. 463 du Code pénal.

Art. 8. — Le montant des crédits du budget général affectés au remboursement des avances de la Banque de France et à la dotation annuelle de la Caisse d'amortissement ne pourra être réduit au-dessous des minima fixés par les art. 1 et 4 ci-dessus que sur la proposition du Gouvernement et par une loi spéciale dont le projet aura été obligatoirement soumis à une double délibération dans chacune des deux chambres.

Ces mesures peuvent sembler sévères si l'on considère que les 2.500 millions annuels destinés à l'amortisse-

ment des rentes doivent provenir de ressources budgétaires, alors qu'on éprouve déjà d'énormes difficultés à équilibrer le budget à l'aide de recettes normales.

Elles ne le seront pas trop si, en raffermissant le marché des fonds publics, elles permettent au Trésor de réaliser ses emprunts de consolidation dans de meilleures conditions, première étape vers le redressement de notre situation financière.

Vu : le Doyen,

H. BERTHELEMY.

Le Président,

GERMAIN MARTIN.

Vu et permis d'imprimer.

Le Recteur de l'Académie de Paris :

P. LAPIE.

BIBLIOGRAPHIE

1° OUVRAGES DIVERS

- BONNET (G.). — **Les Finances de la France.**
- BOURBEAU (M.). — **La Bourse des valeurs de Paris pendant la guerre.**
- BRÉGAND (G.). — **La Bourse et la Guerre.**
- BUFFET (A. J.). — **Des mesures prises par l'Etat pour soutenir le cours des rentes françaises.**
- MARTIN (Germain). — **Le problème du crédit en France. — Les Finances publiques de la France et la fortune privée (1914-1925. — Cours de science financière (Doctorat 1922-1923).**
- GIRAUD (L.). — **De la rente française et des différentes opérations dont elle est susceptible.**
- HAYEM (J.). — **Les Finances au service du pays.**
- LACHAPELLE (G.). — **La vérité sur notre situation financière. — Nos finances pendant la guerre.**
- MANCHEZ (G.). — **La Bourse de Paris après la guerre.**
- NEYMARCK (A.). — **La baisse des rentes et des valeurs à revenus fixes.**
- PUPIN (R.). — **Richesse privée et finances françaises.**
- SAY (Léon). — **Les interventions du Trésor à la Bourse depuis cent ans.**
- SOULAIN (P.) et DÉNERI (L.). — **L'Etat et l'Épargne.**

2° REVUES

Documents parlementaires : Chambre et Sénat (Rapport annuels faits au Parlement par la Commission de surveillance instituée auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations).

Cote de la Bourse et de la Banque.

L'Economiste européen.

L'Economiste français.

Le Figaro.

L'Illustration économique et financière.

L'Information.

Le Journal des Economistes.

Le Messager de Paris.

Le Monde économique.

Le Rentier.

La Revue économique et financière.

La Revue politique et parlementaire.

La Revue de science et de législation financière.

Le Temps.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION : La dette publique française en 1914. Son importance. Son influence sur le marché	5

CHAPITRE PREMIER

LE BOULEVERSEMENT DU MARCHÉ DE PARIS ET SON RÉTABLISSEMENT

1° L'ajournement de la liquidation du 31 juillet 1914	
a) 25 juillet 1914 : Affluence des ordres de vente sans contre parties	7
Importance des positions de spéculation	8
Non-classement du 3 1/2 % amortissable	9
b) 27 juillet 1914 : Suspension des opérations à terme ..	10
29 juillet 1914 : Ajournement de la liquidation.. ..	10
3 septembre : Fermeture de la Bourse	11
c) Conséquences. Ebranlement du crédit public. Immobilisation des capitaux des reporteurs	12
2° La liquidation du 3 1/2 amortissable. Facilités accordées pour la libération des titres	
a) Arrêté du 1 ^{er} août 1914 : bonification aux versements anticipés	12
b) Décret du 11 septembre 1914 ; libération des titres en 4 termes ; Droit d'échange au prix d'émission contre des titres d'emprunts futurs pour les rentes libérées avant le 1 ^{er} février 1915	13
c) Avances de la Banque de France aux souscripteurs dépourvus de fonds moyennant le dépôt en garantie des certificats non libérés	14

d) Liquidation des opérations à terme en 3 1/2 rendue facile par les mesures précédentes	14
--	----

3° La libération des reports

Avance de 200 millions par la Banque de France à la Chambre syndicale des Agents de Change moyennant le dépôt en garantie des titres faisant l'objet des reports	15
--	----

4° La liquidation complète du 30 septembre 1915

a) Décret du 15 septembre 1915 : Intérêts moratoires exigibles à partir du 4 octobre 1915. Différences dues à la suite de liquidation payables par 1/10 tous les mois à partir du 30 septembre	16
b) La liquidation au Parquet. Remboursement de l'intégralité des reports. Paiement de toutes les différences. Avance de 35 millions à la Coulisse. Ressources de la Chambre syndicale. Nouvelle avance de la Banque de France : 50 millions	18
Emission de 75 millions de Bons 6 %	18
Avance éventuelle du Trésor de 75 millions	18
c) La liquidation en coulisse ; Coulisse des valeurs ; Paiement des différences ; Coulisse des rentes ; Ressources insuffisantes ; Fixation d'un cours de compensation arbitraire ; Liquidation de toutes les positions ; Rentes flottantes levées par la Caisse des Dépôts et consignations	19

CHAPITRE II

LA PÉRIODE DES GRANDS EMPRUNTS (1915-1921)

1° Le marché des rentes pendant les premières années de la guerre

a) Avant la liquidation du 30 septembre 1915. Réouverture de la Bourse en décembre 1914. Manœuvres de spéculation en mars 1915 sur le 3 %. Achats au comptant et reventes post-moratorium. Interdiction de ces opérations	23
---	----

b) Pendant l'emprunt de 1915, 3 % repris au cours de 66 fr. pour 1/3 du montant des souscriptions. Nombreux ordres de vente sans contre-parties. Difficultés de négociation	24
c) Après l'emprunt. Marché peu animé mais ferme. Achats permanents des Caisses publiques. Peu de transactions sur le reste du marché. Réglementation sévère des opérations de bourse	25
d) L'emprunt 5 % 1916 et son influence sur le marché. Concurrence des Bons et des Obligations de la Défense Nationale. Offres nombreuses et contre-parties raréfiées. Exécution par fraction des ordres de vente importants. Mesure insuffisante. Nécessité de donner des facilités de négociation aux porteurs	27

2° L'emprunt 4 % 1917 et les mesures de soutien des cours. Loi du 26 octobre 1917

a) Admission des titres de rentes 4 et 5 % en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre	29
Mesure d'amortissement.. .. .	29
Aide au marché	30
Avantages procurés aux acheteurs de rentes.. .. .	30
Modification du décompte des rentes reprises ; loi du 17 septembre 1918	30
Loi du 31 décembre 1921. Restrictions apportées aux paiements en rentes	30
b) Création d'un fonds spécial des emprunts de la Défense Nationale	31
Son but : aide au marché, mesure d'amortissement	31
Sa dotation	31
Sa gestion : Caisse d'amortissement	31
Historique de la Caisse d'amortissements. Son fonctionnement : commission de surveillance	34
Ses opérations	38
Ses résultats	43
Loi du 30 avril 1921 : Diminution des crédits	44
Loi du 31 décembre 1921 : Suppression des crédits —	

3° L'emprunt 6 % 1920 et le marché spécial des rentes

a) A partir de 1920, cours limites minima fixés pour chacune des rentes de guerre	45
b) Emission d'un emprunt 6 % plus avantageux que les précédents	46
Admission des rentes de guerre à leur taux d'émission dans la proportion de 50 % du montant des souscriptions	46
Nécessité d'organiser un marché spécial pour faciliter les échanges de rentes	47
c) Ouverture du marché spécial le 13 septembre 1920 ..	47
Différence avec le marché ordinaire : cours fixés par les offres et les demandes	47
Avantages offerts aux vendeurs et aux acheteurs ..	47
Obligation des vendeurs : Affectation obligatoire du montant des ventes au règlement d'une souscription à l'emprunt	48
Règlements entre agents de change	49
Résultats obtenus	49

4° Les opérations « hors cote » sur les rentes

a) A partir de 1921, baisse systématique des rentes à chaque échéance du montant exact du coupon	49
Transactions presque nulles	50
b) Négociation des rentes par l'intermédiaire des cou-lissiers à des cours inférieurs à ceux du marché officiel	50
c) Participation des agents de change à ces opérations..	50
Inscription des cours officiels sur leurs livres	51
Ristourne de la bonification à l'acheteur	51
d) Dangers de ces opérations. Bénéfices exagérés réalisés par les intermédiaires aux dépens des vendeurs	52
Préjudice causé au crédit de l'Etat	53

5° Le rétablissement de la liberté du marché des rentes

a) Circonstances favorables : Abondances des capitaux en Angleterre et aux Etats-Unis	53
---	----

b) Mesures préalables : 11 mars 1922. Abaissement du taux de l'escompte de la Banque de France	53
12 mars 1922. Réduction d' $\frac{1}{2}$ % du taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale	53
c) Liberté rendue successivement à toutes les rentes du 5 avril au 19 mai	53

CHAPITRE III

LA NÉGOCIATION DES RENTES DEPUIS LE RETOUR A LA LIBERTÉ DU MARCHÉ

1^o Principales causes de la baisse des rentes

a) Peu d'acheteurs. Baisse ininterrompue	55
b) Grosse masse de rentes et fonds garantis par l'Etat émis depuis la guerre	56
c) Baisse du franc et désaffection des épargnants pour les valeurs à revenus fixes	59

2^o L'emprunt 5 % 1924. Nouvelle forme de soutien des cours

a) Intervention de la Banque de Paris et des Pays-Bas sur le marché des rentes : Achat du flottant en bourse	61
b) Intervention sur le marché monétaire : Elévation du taux de l'escompte de la Banque de France	63
c) Intervention de la Banque de Paris et des Pays-Bas sur le marché des valeurs à revenus variables	64
Ventes à découvert et effondrement de la cote	64
d) Dangers de ce système. Valeurs françaises plus profondément atteintes que les autres	64
Engorgement du marché. Entente entre les grandes banques pour le « reclassement des rentes »	65

3^o Autres procédés employés pour soutenir les cours

a) Reprise des coupons non échus en libération des sous- criptions aux emprunts. Titres rendus non négociables	66
b) Pression exercée par certains bureaux du Ministère des Finances sur les sociétés sollicitant une autori- sation d'émission	67

c) Projet de budget pour 1925 : Emploi obligatoire en rentes du fonds de réserve légale des sociétés anonymes	67
 4° Crise de confiance de l'épargne dans le crédit public	
a) Vente des valeurs françaises, thésaurisation des billets, fuite des capitaux à l'étranger	69
b) Nouvelles garanties offertes par l'Etat : emprunt 4 % 1925 à change garanti	70
 5° Situation privilégiée des rentes anciennes vis-à-vis des rentes de guerre	
a) Excellent classement des rentes anciennes 3 % à l'abri des mesures de conversion forcée	72
Délai de remboursement des rentes amortissables peu éloigné	73
b) Contraste avec les rentes de guerre mal classées. Flottant considérable	73
CONCLUSION	75

